



2019년 7월 11일 | Equity Research

강원랜드 (035250)

2분기도 좋다

2분기부터 증익, 매출총량 상승 잠재력도 높다

매출총량은 외인 카지노의 총량 제외에도 불구하고 사행산업 전전화평가에서 괜찮은 등급을 받은 것으로 파악되면서 연간 높은 한 자릿수 성장률 수준의 총량 증가가 예상된다. 탄력적인 운영과 중립 이상의 영업시간 변경 효과로 1회성이익을 제외하더라도 2분기부터 증익이 시작되며, 2021년까지는 중장기적인 매출총량 상승 여지가 상당히 높다. 오해로 불거진 주가 하락을 저가 매수의 기회로 판단한다.

2Q Preview: OPM 52.3%(+18.3%p YoY)

2분기 예상 매출액/영업이익은 각각 3,688억원(+9% YoY)/1,928억원(+68%)으로 컨센서스를 상회할 것이다. 다만, 통상 임금 환입과 관련한 1회성 이익(617억원)이 반영된 것이다. 2분기가 비수기임에도 1분기와 매출이 유사하다는 점은 탄력적인 운영(집중시간대에 160대 중 약 150대 가동)과 영업시간 변경(12시~익일 새벽 6시)이 긍정적으로 작용하고 있는 것이다. 1회성 비용도 있었는데, 세무조사 추징금 868억원(호텔에서 사용된 콤프와 관련해 면세처리가 불가하다는 해석을 내려 최근 5개년 소급 적용)이 기타비용과 법인세에 반영되면서 순이익은 818억원(-14%)가 예상된다. 관련 추징금은 추후 소송을 통해 환입될 여지도 충분하다.

오해로 불거진 주가 하락

최근 광물자원공사에 따르면 1.9조원 가치의 광물을 확보했고, 실제로 유사한 수준의 매출이 발생한다면 1) 작년부터 제기되어온 두 기관의 통합 가능성성이 낮아지고 2) 강원랜드의 배당성향이 올라갈 가능성(혹은 기대감)이 낮아지기에 잠재적인 투자매력도가 낮아질 수 있다는 일부의 우려로 주가가 하락했다. 다만, 광물자원공사가 2조원 이상의 순부채를 떠안고 있는 이상 실제 통합 시에는 강원랜드의 가장 큰 장점인 재무구조(혹은 미래를 위한 투자 재원)가 심각하게 훼손될 가능성이 있고, 잠재적인 배당 매력이 이를 우선할 수 없기에 통합 자체가 기업가치에 상당히 부정적으로 작용할 수 밖에 없다. 통합 무산 가능성에 따른 강원랜드의 기업가치 하락은 이해하기 어렵다.

Update

BUY

| TP(12M): 37,000원 | CP(7월 10일): 29,700원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,058.78		
52주 최고/최저(원)	34,550/25,800	1,508.2	1,578.3
시가총액(십억원)	6,354.0	494.8	497.1
시가총액비중(%)	0.53	359.1	391.7
발행주식수(천주)	213,940.5		
60일 평균 거래량(천주)	294.1		
60일 평균 거래금(십억원)	9.3		
19년 배당금(예상,원)	950		
19년 배당수익률(예상,%)	3.20		
외국인지분율(%)	30.13		
주요주주 지분율(%)			
한국광해관리공단	36.27		
강원도개발공사	5.34		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.7) (6.6) 14.5		
상대	(3.8) (6.4) 27.5		

Stock Price	
(천원)	강원랜드(작) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,547.8	1,438.1	1,509.6	1,591.1	1,728.9
영업이익	십억원	530.9	430.7	539.4	526.6	598.1
세전이익	십억원	566.2	410.7	494.9	543.7	621.3
순이익	십억원	437.6	297.3	356.3	413.2	472.2
EPS	원	2,045	1,390	1,665	1,932	2,207
증감률	%	(3.8)	(32.0)	19.8	16.0	14.2
PER	배	17.01	23.03	17.83	15.38	13.46
PBR	배	2.03	1.82	1.61	1.53	1.43
EV/EBITDA	배	8.82	11.23	7.37	7.07	5.88
ROE	%	12.96	8.39	9.70	10.68	11.44
BPS	원	17,178	17,579	18,391	19,423	20,777
DPS	원	990	900	950	1,000	1,000



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dageyeompark@hanafn.com

하나금융투자

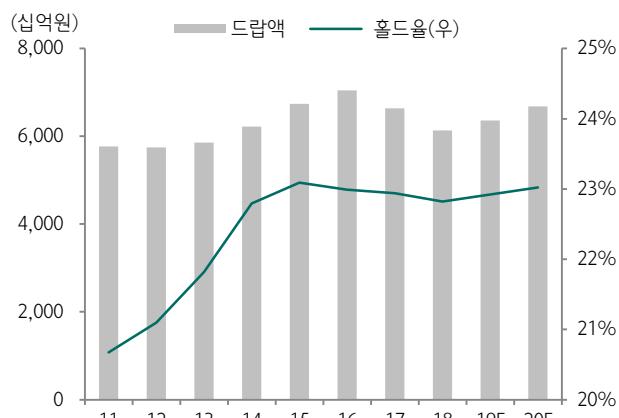
표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
드랍액	6,134	6,357	6,678	1,551	1,475	1,591	1,518	1,568	1,572	1,639	1,579
홀드율(%)	23%	23%	23%	24%	23%	22%	23%	23%	23%	23%	23%
매출액	1,438	1,510	1,591	378	339	369	352	377	369	396	368
Casino	1,274	1,333	1,407	333	311	318	312	329	335	342	328
Non-Casino	164	176	184	46	27	52	40	48	34	54	40
영업이익	431	539	527	126	115	124	66	125	193	137	84
OPM	30%	36%	33%	33%	34%	34%	19%	33%	52%	35%	23%
당기순이익	297	356	413	90	95	93	19	102	82	110	62

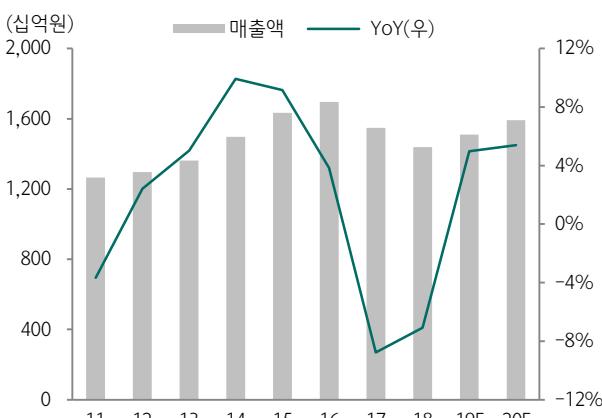
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액/홀드율 추이 – 매출 총량 증가는 2021년부터



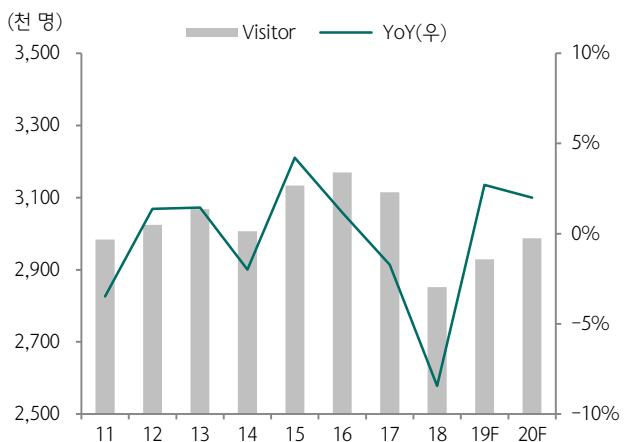
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 매출액 추이



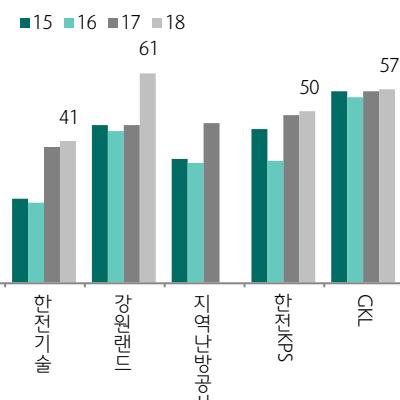
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 방문객 수 추이 – ‘19년은 3년 만에 성장 전환 기대



자료: 강원랜드, 하나금융투자

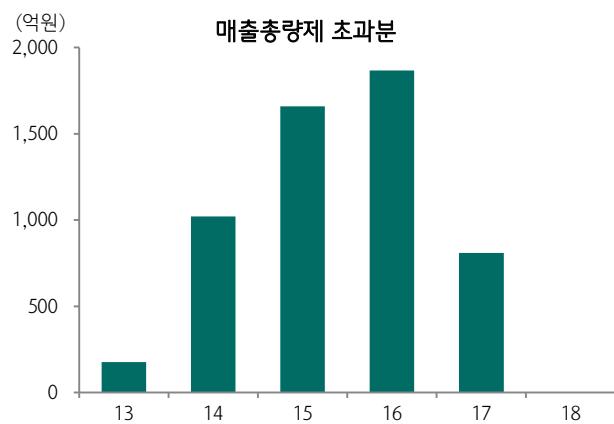
그림 4. 주요 상장 공기업들의 배당성향 추이



주: 한국전력, 지역난방공사는 18년 적자로 배당 못함

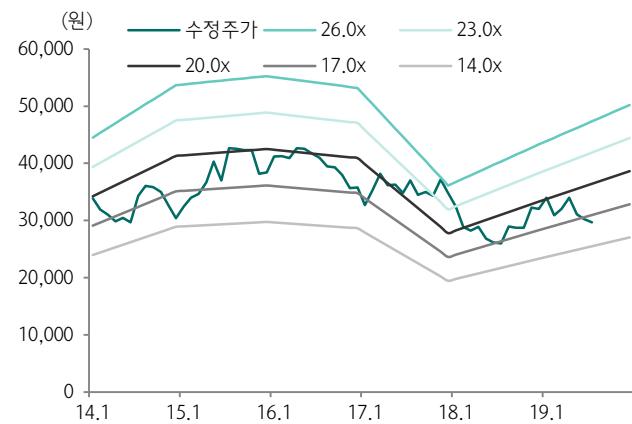
자료: Dart, 하나금융투자

그림 5. 매출총량제 초과분 추이 – 6년 만에 매출총량 준수



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/E 뱀드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,547.8	1,438.1	1,509.6	1,591.1	1,728.9
매출원가	730.8	729.6	690.8	757.0	793.3
매출총이익	817.0	708.5	818.8	834.1	935.6
판관비	286.0	277.8	279.4	307.5	337.5
영업이익	530.9	430.7	539.4	526.6	598.1
금융순익	52.7	39.4	54.0	56.7	59.6
종속/관계기업순이익	(0.1)	(0.1)	(20.3)	(18.3)	(16.5)
기타영업외순익	(17.3)	(59.3)	(78.3)	(21.3)	(20.0)
세전이익	566.2	410.7	494.9	543.7	621.3
법인세	128.7	113.5	138.6	130.5	149.1
계속사업이익	437.5	297.2	356.3	413.2	472.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	437.5	297.2	356.3	413.2	472.2
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	437.6	297.3	356.3	413.2	472.2
지배주주지분포괄이익	449.3	286.4	356.4	413.4	472.3
NOPAT	410.3	311.7	388.4	400.2	454.6
EBITDA	605.1	496.8	602.0	592.3	661.1
성장성(%)					
매출액증가율	(8.8)	(7.1)	5.0	5.4	8.7
NOPAT증가율	(12.9)	(24.0)	24.6	3.0	13.6
EBITDA증가율	(12.8)	(17.9)	21.2	(1.6)	11.6
영업이익증가율	(14.2)	(18.9)	25.2	(2.4)	13.6
(지배주주)순익증가율	(3.7)	(32.1)	19.8	16.0	14.3
EPS증가율	(3.8)	(32.0)	19.8	16.0	14.2
수익성(%)					
매출총이익률	52.8	49.3	54.2	52.4	54.1
EBITDA이익률	39.1	34.5	39.9	37.2	38.2
영업이익률	34.3	29.9	35.7	33.1	34.6
계속사업이익률	28.3	20.7	23.6	26.0	27.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,045	1,390	1,665	1,932	2,207
BPS	17,178	17,579	18,391	19,423	20,777
CFPS	2,968	2,302	2,327	2,584	2,898
EBITDAPS	2,828	2,322	2,814	2,769	3,090
SPS	7,235	6,722	7,056	7,437	8,081
DPS	990	900	950	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	17.0	23.0	17.8	15.4	13.5
PBR	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
PCFR	11.7	13.9	12.8	11.5	10.2
EV/EBITDA	8.8	11.2	7.4	7.1	5.9
PSR	4.8	4.8	4.2	4.0	3.7
재무비율(%)					
ROE	13.0	8.4	9.7	10.7	11.4
ROA	10.7	7.1	8.2	9.1	9.7
ROIC	49.8	28.9	30.0	31.7	37.5
부채비율	19.5	18.0	17.9	17.7	17.9
순부채비율	(60.1)	(35.4)	(51.0)	(54.4)	(57.8)
이자보상배율(배)	2,241.8	1,834.7	539.4	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

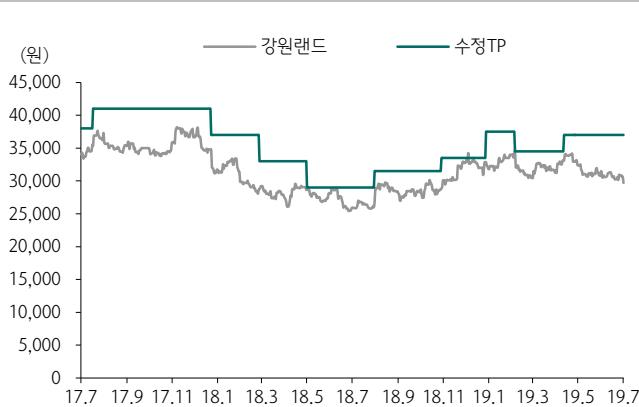
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,164.3	1,759.0	2,433.7	2,709.9	3,055.7
금융자산	2,107.1	1,269.0	1,919.2	2,167.7	2,466.5
현금성자산	105.6	48.9	577.1	691.3	842.6
매출채권 등	34.2	42.3	44.4	46.8	50.8
재고자산	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
기타유동자산	21.7	446.6	468.9	494.1	537.0
비유동자산	2,021.4	2,472.2	2,000.4	1,977.9	1,977.6
투자자산	525.4	982.1	522.9	551.1	598.8
금융자산	472.4	445.2	467.3	492.5	535.2
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,301.6	1,250.9	1,202.9
무형자산	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
기타비유동자산	196.7	175.2	175.1	175.2	175.2
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,434.1	4,687.8	5,033.3
유동부채	681.3	636.0	664.6	697.2	752.3
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	488.3	459.5	482.3	508.4	552.4
기타유동부채	193.0	176.5	182.3	188.8	199.9
비유동부채	3.1	8.4	8.9	9.3	10.1
금융부채	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.7	8.4	8.9	9.3	10.1
부채총계	684.4	644.5	673.5	706.5	762.4
지배주주지분	3,501.1	3,586.8	3,760.6	3,981.2	4,270.9
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	3,438.8	3,524.5	3,698.4	3,919.0	4,208.7
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,760.6	3,981.2	4,270.9
순금융부채	(2,105.7)	(1,269.0)	(1,919.2)	(2,167.7)	(2,466.5)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	423.5	484.2	544.1
당기순이익	437.5	297.2	356.3	413.2	472.2
조정	96.6	105.9	62.6	65.7	63.0
감가상각비	74.2	66.1	62.5	65.7	63.0
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	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(71.0)	(39.2)	4.6	5.3	8.9
투자활동 현금흐름	(250.2)	(202.0)	287.3	(177.4)	(210.3)
투자자산감소(증가)	144.9	(456.7)	459.3	(28.2)	(47.7)
유형자산감소(증가)	(85.0)	(103.1)	(50.0)	(15.0)	(15.0)
기타	(310.1)	357.8	(122.0)	(134.2)	(147.6)
재무활동 현금흐름	(200.3)	(202.4)	(182.5)	(192.6)	(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)	(192.6)	(182.5)
현금의 증감	12.6	(56.7)	528.3	114.2	151.3
Unlevered CFO	635.0	492.5	497.8	552.9	619.9
Free Cash Flow	377.6	260.7	373.5	469.2	529.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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%

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	90.9%	8.4%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 7월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 07월 11일 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.