



2019년 8월 9일 | Equity Research

강원랜드 (035250)

추가적인 1회성 비용 제외 시 실적 이상 무

저금리에는 안정적인 실적과 꾸준한 배당주가 대안

2분기 비수기임에도 영업효율화를 통해 1분기와 비슷한 수준의 카지노 매출을 기록했으며, 추가적인 1회성 비용을 제외하면 실적도 컨센서스에 부합했다. 하반기 탄력적인 운영과 영업시간 변경의 긍정적인 효과 반영으로 10% 내외의 증익이 예상되며, 2021년까지 중장기적인 매출 총량 레벨업도 기대된다. 저금리 기조가 지속되는 가운데, 안정적인 실적을 기반으로 3.2% 내외의 배당을 기대할 수 있어 매수를 추천한다.

2Q Review: OPM 47.4%(+13.5%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 3,643억원(+8% YoY)/1,728억원(+38%)으로 컨센서스(1,834억원)을 하회했다. 매출은 비수기임에도 1분기와 비슷한 수준을 기록했는데, 방문객수 성장이 둔화(+0.8% YoY)에도 탄력적인 운영(집중시간대에 160대 중 약 150대 가동)을 통해 인당 드랍액이 7% 성장한 것이 긍정적으로 작용했다. 비용은 기존에 알려진 것처럼 1회성 이익(통상임금 환입, 617억원)과 1회성 비용(세무조사 추징금 864억원)이 혼재했으나, 추가로 또 다른 통상임금 소송과 관련한 비슷한 사건이 고법에서 승소하면서 추가적인 1회성 비용(101억원)이 발생했다. 여기에 더해 기부금(101억원, 2분기에 선집행으로 연간 변화 없음)과 강원FC 관련 광고비(약 15억원) 증가도 반영되었다.

워터파크에 이어 루지트랙까지

방문객수 성장이 1% 내외에 불과했지만, 탄력적인 운영과 영업시간 변경이 긍정적으로 작용하면서 인당 드랍액이 7% 성장했다. 신규로 뽑은 인력들의 효율화를 감안하면 추가로 개선될 여지가 분명하다. 또한, 중장기적으로 스키 인구가 감소하는 가운데 전년 개장한 워터파크에 더해 루지트랙과 하이워크 등에 대한 투자도 계획하고 있어 복합리조트로서의 모객 효과가 갈수록 점증할 것으로 기대한다.

Update

BUY

| TP(12M): 37,000원 | CP(8월 8일): 29,650원

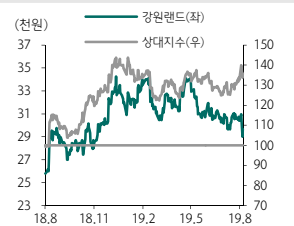
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,920.61
52주 최고/최저(원)	34,550/26,000
시가총액(십억원)	6,343.3
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	306.8
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4
19년 배당금(예상, 원)	950
19년 배당수익률(예상, %)	3.20
외국인지분율(%)	30.07
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.3) (12.7) 14.0
상대	4.0 (1.0) 36.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,511.7	1,583.5
영업이익(십억원)	510.7	499.0
순이익(십억원)	359.2	393.4
EPS(원)	1,674	1,838
BPS(원)	18,427	19,424

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,547.8	1,438.1	1,514.9	1,596.7	1,705.3
영업이익	십억원	530.9	430.7	514.9	511.2	562.7
세전이익	십억원	566.2	410.7	478.0	538.0	597.3
순이익	십억원	437.6	297.3	301.2	408.9	454.0
EPS	원	2,045	1,390	1,408	1,911	2,122
증감률	%	(3.8)	(32.0)	1.3	35.7	11.0
PER	배	17.01	23.03	21.06	15.51	13.97
PBR	배	2.03	1.82	1.64	1.55	1.45
EV/EBITDA	배	8.82	11.23	7.76	7.34	6.31
ROE	%	12.96	8.39	8.26	10.72	11.19
BPS	원	17,178	17,579	18,133	19,144	20,413
DPS	원	990	900	950	1,000	980



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

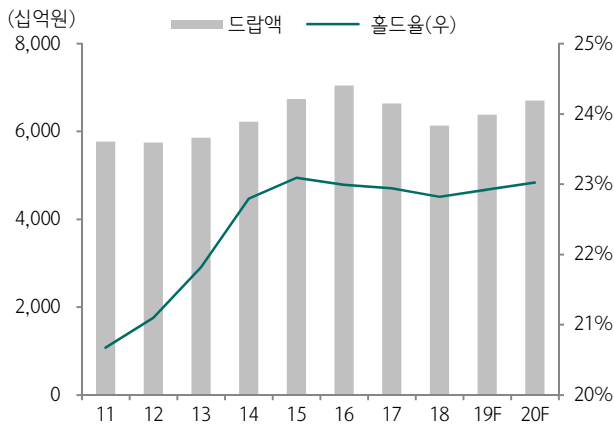
표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
드랍액	6,134	6,382	6,705	1,551	1,475	1,591	1,518	1,568	1,590	1,639	1,586
홀드올(%)	22.8%	22.9%	23.0%	23.5%	23.2%	22.1%	22.6%	23.1%	22.8%	22.8%	23.0%
매출액	1,438	1,515	1,597	378	339	369	352	377	364	396	378
Casino	1,274	1,339	1,412	333	311	318	312	329	329	342	339
Non-Casino	164	176	184	46	27	52	40	48	35	54	39
영업이익	431	515	511	126	115	124	66	125	173	140	79
OPM	30%	34%	32%	33%	34%	34%	19%	33%	47%	35%	21%
당기순이익	297	301	409	90	95	93	19	102	51	111	37

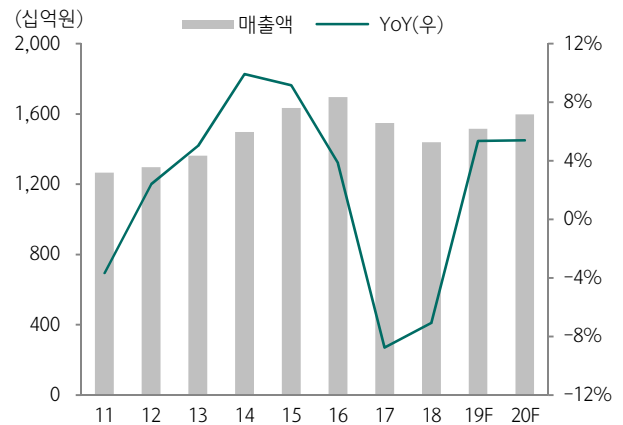
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액, 홀드올 추이



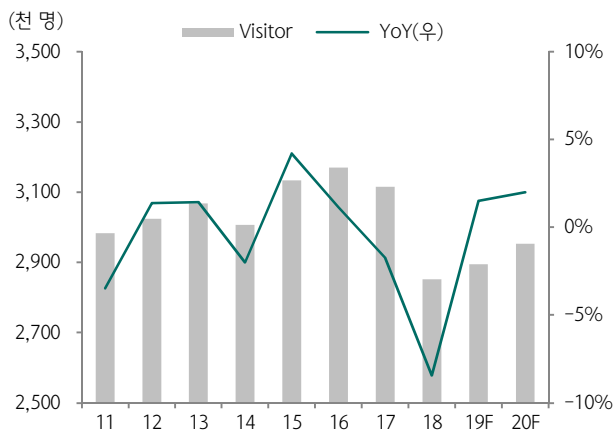
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 매출액 추이



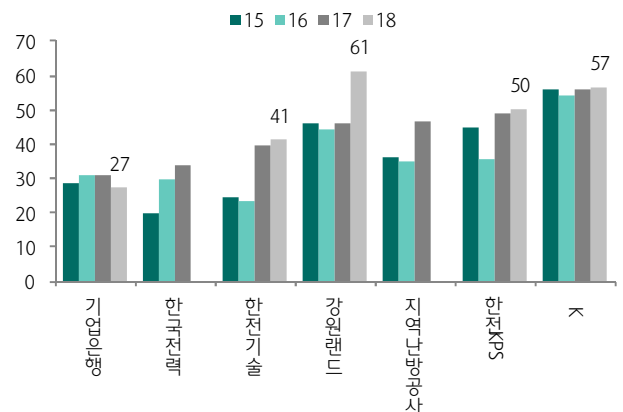
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 방문객 수 추이 - '19년은 3년 만에 성장 전환 기대



자료: 강원랜드, 하나금융투자

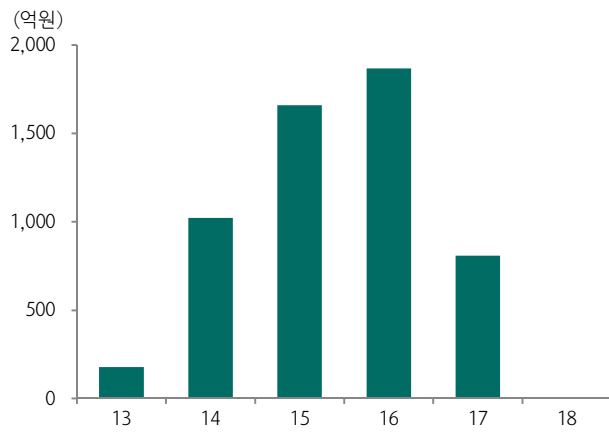
그림 4. 주요 상장 공기업들의 배당성향 추이



주: 한국전력, 지역난방공사는 18년 적자로 배당 못함

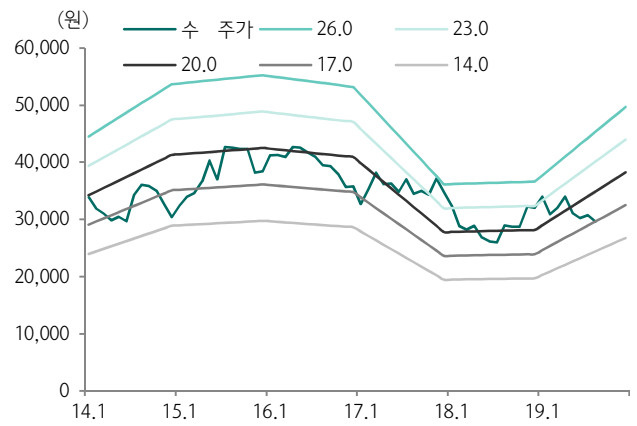
자료: Dart, 하나금융투자

그림 5. 매출총량제 초과분 추이 - 6년 만에 매출총량 준수



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

주정 재무제표

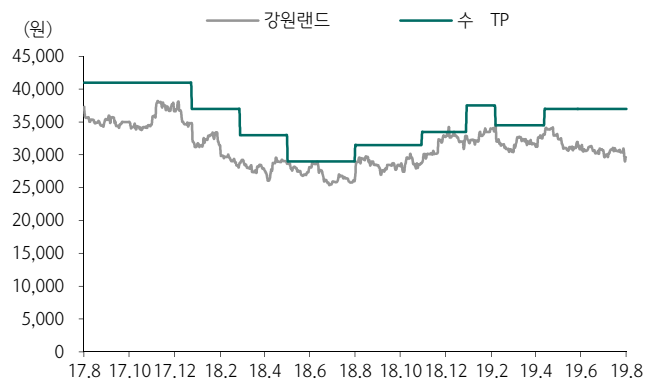
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,547.8	1,438.1	1,514.9	1,596.7	1,705.3
매출원가	730.8	729.6	729.5	784.0	816.5
매출총이익	817.0	708.5	785.4	812.7	888.8
판매비	286.0	277.8	270.4	301.5	326.1
영업이익	530.9	430.7	514.9	511.2	562.7
금융 익	52.7	39.4	69.0	72.5	76.1
/판 기업 익	(0.1)	(0.1)	(32.4)	(29.2)	(26.3)
기 영업외 익	(17.3)	(59.3)	(73.5)	(16.5)	(15.2)
세전이익	566.2	410.7	478.0	538.0	597.3
인세	128.7	113.5	176.9	129.1	143.4
사업이익	437.5	297.2	301.2	408.9	454.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	437.5	297.2	301.2	408.9	454.0
비배주주지분 순이익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	437.6	297.3	301.2	408.9	454.0
지배주주지분 이익	449.3	286.4	301.2	409.0	454.1
NOPAT	410.3	311.7	324.4	388.5	427.6
EBITDA	605.1	496.8	577.5	576.9	625.7
(%)					
매출액증가율	(8.8)	(7.1)	5.3	5.4	6.8
NOPAT증가율	(12.9)	(24.0)	4.1	19.8	10.1
EBITDA증가율	(12.8)	(17.9)	16.2	(0.1)	8.5
영업이익증가율	(14.2)	(18.9)	19.5	(0.7)	10.1
(지배주주)순이익증가율	(3.7)	(32.1)	1.3	35.8	11.0
EPS증가율	(3.8)	(32.0)	1.3	35.7	11.0
수익 (%)					
매출총이익률	52.8	49.3	51.8	50.9	52.1
EBITDA이익률	39.1	34.5	38.1	36.1	36.7
영업이익률	34.3	29.9	34.0	32.0	33.0
사업이익률	28.3	20.7	19.9	25.6	26.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,045	1,390	1,408	1,911	2,122
BPS	17,178	17,579	18,133	19,144	20,413
CFPS	2,968	2,302	2,171	2,565	2,794
EBITDAPS	2,828	2,322	2,699	2,697	2,925
SPS	7,235	6,722	7,081	7,463	7,971
DPS	990	900	950	1,000	980
주가지표(배)					
PER	17.0	23.0	21.1	15.5	14.0
PBR	2.0	1.8	1.6	1.5	1.5
PCR	11.7	13.9	13.7	11.6	10.6
EV/EBITDA	8.8	11.2	7.8	7.3	6.3
PSR	4.8	4.8	4.2	4.0	3.7
비율(%)					
ROE	13.0	8.4	8.3	10.7	11.2
ROA	10.7	7.1	7.0	9.1	9.5
ROIC	49.8	28.9	25.0	30.7	35.3
비율	19.5	18.0	18.2	18.1	18.0
순 비율	(60.1)	(35.4)	(50.3)	(53.7)	(57.1)
이자 상배율(배)	2,241.8	1,834.7	514.9	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자	2,164.3	1,759.0	2,378.9	2,650.7	2,976.6
금융자	2,107.1	1,269.0	1,862.6	2,106.6	2,395.5
금 자	105.6	48.9	520.5	630.2	771.5
매출	34.2	42.3	44.5	46.9	50.1
고자	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
기 자	21.7	446.6	470.6	495.9	529.6
비 자	2,021.4	2,472.2	2,002.2	1,979.8	1,969.5
투자자	525.4	982.1	524.7	553.0	590.7
금융자	472.4	445.2	469.0	494.3	527.9
자	1,298.0	1,314.0	1,301.6	1,250.9	1,202.9
자	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
기 비 자	196.7	175.2	175.1	175.2	175.2
자 총	4,185.7	4,231.2	4,381.1	4,630.5	4,946.1
	681.3	636.0	666.7	699.4	742.9
금융	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매	488.3	459.5	484.0	510.1	544.8
기	193.0	176.5	182.7	189.3	198.1
비	3.1	8.4	8.9	9.4	10.0
금융	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기 비	1.7	8.4	8.9	9.4	10.0
총	684.4	644.5	675.6	708.8	752.9
지배주주지분	3,501.1	3,586.8	3,705.5	3,921.7	4,193.2
자 금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자 금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
자	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기 이익 액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익 금	3,438.8	3,524.5	3,643.2	3,859.5	4,131.0
비배주주지분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자 총	3,501.2	3,586.8	3,705.5	3,921.7	4,193.2
순금융	(2,105.7)	(1,269.0)	(1,862.6)	(2,106.6)	(2,395.5)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업 금	463.1	363.9	368.7	479.9	524.0
당기순이익	437.5	297.2	301.2	408.9	454.0
	96.6	105.9	62.5	65.7	63.0
감가상 비	74.2	66.1	62.5	65.7	63.0
외 거래 익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분 익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기	22.4	39.8	0.0	0.0	0.0
영업 자	(71.0)	(39.2)	5.0	5.3	7.0
투자 금	(250.2)	(202.0)	285.4	(177.5)	(200.3)
투자자 감 (증가)	144.9	(456.7)	457.4	(28.3)	(37.6)
자 감 (증가)	(85.0)	(103.1)	(50.0)	(15.0)	(15.0)
기	(310.1)	357.8	(122.0)	(134.2)	(147.7)
금	(200.3)	(202.4)	(182.5)	(192.6)	(182.5)
금융 증가(감)	0.5	(1.4)	0.0	0.0	0.0
자 증가(감)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기	(0.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
배당지	(200.7)	(200.7)	(182.5)	(192.6)	(182.5)
금 증감	12.6	(56.7)	471.6	109.8	141.3
ne ered CFO	635.0	492.5	464.4	548.8	597.8
Free Cash Fo	377.6	260.7	318.7	464.9	509.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



투자	표주가	리얼	
		평균	최고/최저
19.4.22	B Y	37,000	
19.2.15	Ne tra	34,500	-7.81%
19.1.7	B Y	37,500	-12.36%
18.11.8	B Y	33,500	-5.59%
18.8.10	B Y	31,500	-9.19%
18.5.11	Ne tra	29,000	-7.13%
18.3.8	B Y	33,000	-14.57%
18.1.2	B Y	37,000	-15.82%
17.8.10	B Y	41,000	-13.41%
17.5.16	Ne tra	38,000	-6.22%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자 기 천일 이 12개 기 로 적

• 기업 분

B Y(매수) 표주가 주가 대비 15% 이상 상승 령
Ne tra(중) 표주가 주가 대비 -15% 15%
Red ce(매도) 표주가 주가 대비 -15% 이상 하 가

• 업 분

O er eight(비중 대) 업 지수가 지수 대비 15% 이상 상승 령
Ne tra(중) 업 지수가 지수 대비 -15% 15%
nder eight(비중) 업 지수가 지수 대비 -15% 이상 하 가

투자	B Y(매수)	Ne tra(중)	Red ce(매도)	
금융투자상 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

기 일: 0000년 0 0일

Compliance Notice

• 자료 한 리 ()는 자료 관 하 외 령이나 당한 지 , 인 하 영하 하 하

• 자료는 기관투자가 3자 사전 공한 사 이

• 당사는 2019년 08 10일 해당 사 지분 1%이상 하고 지

• 자료 한 리 ()는 2019년 08 10일 해당 사 가중 하고 지

사자료는 고 투자 공 적 로 투자자 자 , 한 우 도 단 배 수 . 한 자료 수 당사가 한 자료 로
이나, 이나 전 수 로 투자자 자 단 하 최 하시기 랍 . 한 우 도 자료는 고 주식투자 대한 적
중 자료로 사 수 .