

강원랜드 (035250)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	30,000원 (M)
현재주가 (10/8)	29,300원
상승여력	2%

시가총액	62,685억원
총발행주식수	213,940,500주
60일 평균 거래대금	90억원
60일 평균 거래량	305,218주
52주 고	34,550원
52주 저	27,450원
외인지분율	30.18%
주요주주	한국관광관리공단 36.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.7	(4.4)	3.5
상대	(1.1)	(3.6)	14.0
절대(달러환산)	1.0	(5.3)	(1.7)

무난한 실적 기대

3Q19 Preview 연결실적은 매출액 3,967억원(+7% YoY), 영업이익 1,369억원(+10% YoY), 당기순이익 1,170억원(+25% YoY) 추정. 이는 영업이익 기준으로 컨센서스에 부합하는 수치임

카지노 방문객수 추정치는 79만명(+1% YoY)으로 전년동기와 큰 차이는 없음. 하지만, **카지노 매출액은 3,772억원(+8% YoY)을 기록해 2개 분기 연속으로 (+)성장 달성 예상.** 매출증가는 기저효과와 카지노 운영효율화 효과가 동시에 작용하면서 시현되는 것으로 판단. 구체적인 매출증가 요인은 다음과 같음: 1)2018년 채용비리 연루자들이 5월말에 퇴사한 이후 대체 채용자들이 9월에 카지노 영업장에 투입됐던 관계로 2019년 7~8월은 기저효과가 일부 작용. 2)동사는 2019년 6월부터 테이블 운영을 정오~오후 5시 90~95대, 오후 5시~익일 오전 6시 120~130대 수준으로 운영. 피크타임 테이블 운영대수 증가에 따른 고객 게임참여도 상승. 3)동사는 2019년 6월 말 노후머신 230대(전체 머신의 17%)를 교체. 교체머신의 게임속도 상승에 따른 드롭액 증가. 4)2019년 2월말~8월말에 진행한 소규모 리노베이션에 따른 영업장 환경개선 효과 작용

비용단에선 특이사항이 없는 것으로 파악. 다만, 2Q19에 설정됐던 통상임금 관련 총당금 101억원이 3Q19에 환입될 가능성 존재. 당사의 실적 추정치엔 총당금 환입을 가정하지 않았음

2019년 예상 DPS 900원 **동사에 대한 투자의견 HOLD, 목표주가 3만원 유지.** 동사의 2019E EPS는 1,598원(+15% YoY)으로 증가 예상. 동사의 2009~17년 평균 배당성향은 47.5%였음. 이를 적용시, 2019E DPS는 760원(-16% YoY)으로 하락. 당사는 동사의 2019년 DPS가 전년 수준으로 동결될 가능성을 높게 보고 있음. 동사의 2018년 EPS는 1,390원(-32% YoY)으로 급감했지만, 주당 배당금은 2017년 990원 → 2018년 900원으로 소폭 감소에 그침. 동사의 2018년 배당성향은 64.7% 기록

2019E DPS 900원을 가정시, **동사의 적정 주기밴드는 2.7만원~3.5만원으로 추정.** 이는 시가배당률 밴드 2.6~3.4%를 적용한 것.[표4 참조] 동사는 안정성장에 배당매력을 겸비하고 있어 증시 변동성이 높은 구간에서 방어주의 역할을 충분히 수행할 수 있을 것으로 판단

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,967	7.5	8.9	3,995	-0.7
영업이익	1,369	10.5	-20.7	1,380	-0.8
세전계속사업이익	1,580	27.2	35.2	1,504	5.0
지배순이익	1,170	25.5	129.7	1,088	7.6
영업이익률 (%)	34.5	+0.9 %pt	-12.9 %pt	34.5	0
지배순이익률 (%)	29.5	+4.2 %pt	+15.5 %pt	27.2	+2.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	15,478	14,381	15,109	15,871
영업이익	5,309	4,307	5,084	4,976
지배순이익	4,376	2,973	3,419	4,352
PER	17.4	20.9	18.1	14.3
PBR	2.1	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.1	9.1	7.1	6.6
ROE	13.0	8.4	9.3	11.1

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	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018	2019(e)	2020(e)
[카지노지표]																
카지노방문객(만명)	79	73	81	78	73	66	78	68	75	67	79	69	311	285	289	-
(YoY)	-3%	-1%	-6%	4%	-8%	-9%	-5%	-13%	2%	1%	1%	1%	-2%	-8%	1%	-
드롭액(억원)	17,407	16,440	16,541	15,998	15,509	14,750	15,906	15,180	15,678	15,898	17,098	16,475	66,387	61,345	65,148	-
(YoY)	-2%	-7%	-9%	-5%	-11%	-10%	-4%	-5%	1%	8%	7%	9%	-6%	-8%	6%	-
홀드율	22.7%	22.8%	22.8%	23.6%	23.5%	23.2%	22.1%	22.6%	23.1%	22.8%	22.1%	22.1%	22.9%	20.8%	20.5%	-
매출액	4,091	3,729	3,808	3,850	3,784	3,387	3,691	3,519	3,774	3,643	3,967	3,725	15,478	14,381	15,109	15,871
카지노	3,944	3,742	3,767	3,775	3,640	3,418	3,509	3,434	3,621	3,631	3,772	3,635	15,228	14,001	14,659	15,392
일반테이블	1,775	1,673	1,700	1,703	1,645	1,516	1,545	1,553	1,639	1,621	1,669	1,662	6,851	6,259	6,590	6,920
VIP 테이블	700	664	569	652	543	544	577	564	612	616	606	564	2,585	2,228	2,398	2,518
머신	1,469	1,405	1,498	1,420	1,452	1,358	1,387	1,317	1,370	1,394	1,498	1,409	5,792	5,514	5,671	5,955
비카지노	291	120	184	224	455	274	515	399	484	352	529	404	819	1,643	1,769	1,796
영업비용	2,467	2,374	2,431	2,896	2,524	2,237	2,451	2,861	2,524	1,915	2,598	2,989	10,169	10,074	10,025	10,895
컴프	392	384	378	454	34	25	29	21	23	26	36	34	1,608	109	118	143
인건비	499	480	473	912	595	559	567	1,105	643	94	591	1,119	2,364	2,826	2,447	3,071
감가상각비	141	144	147	146	163	154	151	154	144	164	164	164	578	622	636	657
관광진흥개발기금	389	374	377	378	359	342	351	343	357	363	344	332	1,518	1,395	1,396	1,407
개별소비세	166	195	196	196	150	178	182	179	149	189	182	176	753	689	696	718
폐광지역개발기금	441	402	440	299	356	358	357	177	389	358	397	212	1,582	1,248	1,356	1,373
기타	579	542	566	660	868	621	814	881	769	721	884	951	2,347	3,184	3,326	3,526
영업이익	1,624	1,355	1,376	954	1,260	1,150	1,239	658	1,251	1,728	1,369	736	5,309	4,307	5,084	4,976
OPM	40%	36%	36%	25%	33%	34%	34%	19%	33%	47%	35%	20%	34%	30%	34%	31%
순이익	1,298	1,104	1,190	783	904	946	933	191	1,024	509	1,170	715	4,376	2,973	3,419	4,352
NIM	32%	30%	31%	20%	24%	28%	25%	5%	27%	14%	29%	19%	28%	21%	23%	27%
성장성(YoY)																
매출액	-6%	-9%	-13%	-6%	-8%	-9%	-3%	-9%	0%	8%	7%	6%	-	-7%	5%	5%
카지노	-	-	-	-	-8%	-9%	-7%	-9%	-1%	6%	8%	6%	-	-8%	5%	5%
일반테이블	-	-	-	-	-7%	-9%	-9%	-9%	0%	7%	8%	7%	-	-9%	5%	5%
VIP 테이블	-	-	-	-	-22%	-18%	1%	-13%	13%	13%	5%	0%	-	-14%	8%	5%
머신	-	-	-	-	-1%	-3%	-7%	-7%	-6%	3%	8%	7%	-	-5%	3%	5%
비카지노	-	-	-	-	56%	128%	181%	78%	6%	29%	3%	1%	-	101%	8%	2%
영업이익	-9%	-15%	-15%	-20%	-22%	-15%	-10%	-31%	-1%	50%	10%	12%	-14%	-19%	18%	-2%
당기순이익	-9%	-11%	-4%	23%	-30%	-14%	-22%	-76%	13%	-46%	25%	275%	-4%	-32%	15%	27%

주: 2017년 실적은 IFRS 1115호 기준으로 환산. 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 강원랜드 카지노 테이블 현황

(단위: 대)

게임종류	일반테이블	VIP 테이블	합계
블랙잭	58	4	62
바카라	63	16	79
룰렛	11	-	11
빅휠	2	-	2
다이사이	6	-	6
포커	12	-	12
카지노워	3	-	3
전자게임(룰렛, 다이사이, 바카라)	5	-	5
소계	160	20	180

자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 강원랜드 머신 현황

(단위: 대)

	5원	10원	50원	100원	500원	합계
슬롯머신	23	26	-	107	56	212
비디오게임	73	408	201	466	-	1,148
소계	96	434	201	573	56	1,360

자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 강원랜드, 2019년 주가 예상밴드 (배당주 투자관점)

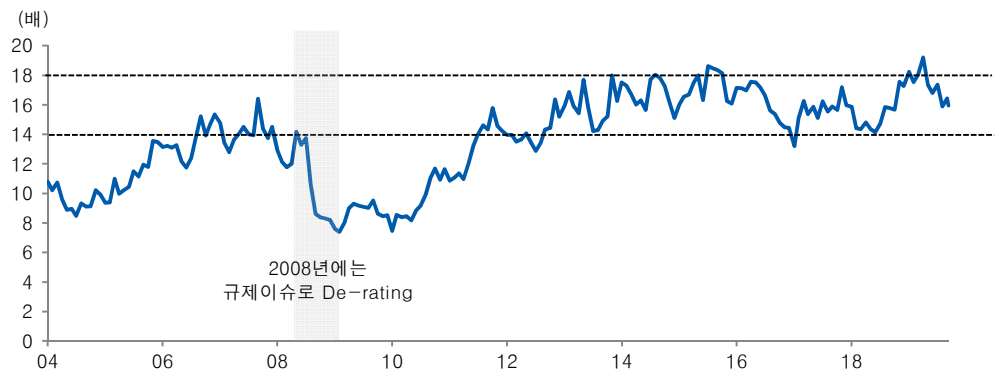
매출성장률 가정	5%		
배당성향	47.5%	60%	65%(18년 배당성향)
DPS	760원	900원(전년금액 동결)	1,040원
시가배당률	주가(원)	주가(원)	주가(원)
1.8%	43,000	50,000	58,000
1.9%	40,000	48,000	55,000
2.0%	38,000	45,000	52,000
2.1%	37,000	43,000	50,000
2.2%	35,000	41,000	48,000
2.3%	34,000	40,000	46,000
2.4%	32,000	38,000	44,000
2.5%	31,000	36,000	42,000
2.6%	30,000	35,000	40,000
2.7%	29,000	34,000	39,000
2.8%	28,000	33,000	38,000
2.9%	27,000	32,000	36,000
3.0%	26,000	30,000	35,000
3.1%	25,000	30,000	34,000
3.2%	24,000	29,000	33,000
3.3%	24,000	28,000	32,000
3.4%	23,000	27,000	31,000
3.5%	22,000	26,000	30,000
3.6%	22,000	25,000	29,000

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	15,109	15,871	16,055
매출원가	7,308	7,296	7,156	7,790	7,605
매출충이익	8,169	7,085	7,953	8,081	8,450
판매비	2,860	2,778	2,869	3,105	3,031
영업이익	5,309	4,307	5,084	4,976	5,419
EBITDA	6,051	4,968	5,770	5,662	6,183
영업외손익	353	-200	14	890	1,036
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	374	438	717	1,069	1,216
관계기업관련손익	-1	-1	0	0	0
기타	-20	-637	-704	-180	-180
법인세비용차감전순이익	5,662	4,107	5,098	5,866	6,455
법인세비용	1,287	1,135	1,679	1,514	1,676
계속사업순이익	4,375	2,972	3,419	4,352	4,779
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,375	2,972	3,419	4,352	4,779
지배지분순이익	4,376	2,973	3,419	4,352	4,779
포괄순이익	4,492	2,863	3,660	4,665	5,092
지배지분포괄이익	4,493	2,864	3,335	4,162	4,543

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	22,381	25,561	28,975
현금및현금성자산	1,056	489	4,426	7,602	11,015
매출채권 및 기타채권	342	423	66	69	70
재고자산	13	11	13	14	14
비유동자산	20,214	24,722	21,539	21,201	20,785
유형자산	12,980	13,140	12,886	12,549	12,134
관계기업등 지분관련자산	530	529	526	526	526
기타투자자산	4,724	9,292	6,816	6,816	6,816
자산총계	41,857	42,312	43,920	46,762	49,760
유동부채	6,813	6,360	6,108	6,110	6,154
매입채무 및 기타채무	4,883	4,595	4,725	4,727	4,770
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	31	84	109	109	109
장기차입금	14	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	6,844	6,445	6,217	6,219	6,263
지배지분	35,011	35,867	37,703	40,543	43,497
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	36,924	39,451	42,405
비지배지분	1	0	0	1	1
자본총계	35,012	35,868	37,703	40,543	43,497
순차입금	-21,057	-17,015	-21,876	-25,052	-28,465
총차입금	14	0	28	28	28

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4,631	3,639	4,674	5,368	5,918
당기순이익	4,375	2,972	3,419	4,352	4,779
감가상각비	742	660	685	685	763
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-710	-392	6	182	227
기타현금흐름	223	398	564	149	148
투자활동 현금흐름	-2,502	-2,020	1,342	-353	-353
투자자산	-3,994	-17,228	-8,103	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-855	-1,033	-419	-348	-348
유형자산 감소	4	2	0	0	0
기타현금흐름	2,342	16,238	9,864	-5	-5
재무활동 현금흐름	-2,003	-2,024	-1,840	-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	-16	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-162	-238	-14	-327
현금의 증감	126	-567	3,938	3,176	3,413
기초 현금	930	1,056	489	4,426	7,602
기말 현금	1,056	489	4,426	7,602	11,015
NOPLAT	5,309	4,307	5,084	4,976	5,419
FCF	3,280	2,354	3,683	4,212	4,655

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

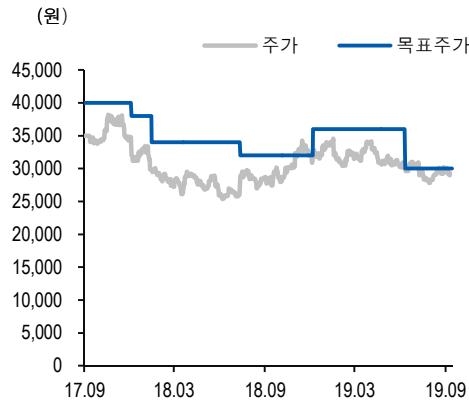
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	1,598	2,034	2,234
BPS	17,269	17,691	18,597	19,997	21,454
EBITDAPS	2,828	2,322	2,697	2,647	2,890
SPS	7,235	6,722	7,062	7,418	7,505
DPS	990	900	900	900	1,050
PER	17.4	20.9	18.1	14.3	13.0
PBR	2.1	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.1	9.1	7.1	6.6	5.5
PSR	4.9	4.3	4.1	3.9	3.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-8.8	-7.1	5.1	5.0	1.2
영업이익 증가율 (%)	-14.2	-18.9	18.0	-2.1	8.9
지배순이익 증가율 (%)	-3.7	-32.1	15.0	27.3	9.8
매출총이익률 (%)	52.8	49.3	52.6	50.9	52.6
영업이익률 (%)	34.3	30.0	33.7	31.4	33.8
지배순이익률 (%)	28.3	20.7	22.6	27.4	29.8
EBITDA 마진 (%)	39.1	34.5	38.2	35.7	38.5
ROIC	62.4	44.2	46.6	51.9	59.7
ROA	10.7	7.1	7.9	9.6	9.9
ROE	13.0	8.4	9.3	11.1	11.4
부채비율 (%)	19.5	18.0	16.5	15.3	14.4
순차입금/자기자본 (%)	-60.1	-47.4	-58.0	-61.8	-65.4
영업이익/금융비용 (배)	2,241.8	1,834.7	692.2	440.5	479.7

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-10	HOLD	30,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-07

※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 투자시결정은 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.