



2019년 11월 11일 | Equity Research

# 강원랜드 (035250)

## 2년 연속 매출총량 준수

### 안정적인 증익과 3.1%의 배당

영업시간 변경은 부정적인 영향이 전혀 없었고, 머신 교체 및 리노베이션과 탄력 운영제 등으로 영업환경 개선을 통해 방문객과 드랍액이 2개 분기 연속 성장세로 전환되었다. 올해도 매출총량 준수가 예상되는 만큼 2020년에도 매출총량 증가에 따른 증익이 예상되는데, 안정적인 성장에 더해 여전히 3.1% 내외의 배당을 기대할 수 있다.

### 3Q Review: OPM 34.3%(+0.7%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 4,055억원/ 1,392억원(YoY 10%/12%)으로 컨센서스(1,365억원)에 부합했다. 매출은 1Q17 이후 가장 높은 수준인데, 1) 피크타임인 17시부터 종료 시까지 테이블 운영을 집중하는 효율화 및 2) 머신 교체(230대)와 8월까지 진행된 영업장 리노베이션에 따른 영업환경 개선 등으로 방문객(+1%) 및 드랍액 성장(+7%)이 긍정적으로 작용했기 때문이다. 채용비리로 인한 딜러 공백은 1) 9월부터 경력직 딜러 추가 투입 2) 12월 신규 딜러 투입(약 40명 내외)하면서 해소될 것이다. 비용 측면에서는 2분기 반영된 선택적 복지포인트의 통상임금 부채 약 100억원이 환입되었는데, 동시에 희망퇴직도 진행하면서 합산 효과는 크지 않았다. 영업외적으로는 이미 상반기에 기부금이 많이 반영되어서 하반기 영업외비용 규모는 크지 않다.

### 2년 연속 매출총량 준수

매출총량제 초과와 채용비리로 인한 딜러 수급 등의 문제로 지속된 매출 감소는 2분기부터 성장으로 전환했다. 2019년 강원랜드의 카지노 매출은 약 6% 증가한 1,46조원으로 예상하는데, 6년 만의 매출총량 준수로 높은 평가를 받으면서 올해 매출총량은 이보다 더 높은 것으로 파악된다. 즉, 사감위의 매출 총량 확대 노력이 2020년에 다시 한번 부각되겠으나 이와 무관하게 매출총량 준수에 따른 총량 증가로 성장을 이어나갈 것으로 예상된다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 37,000원 | CP(11월 8일): 30,450원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,137.23		
52주 최고/최저(원)	34,550/27,850	1,516.5	1,580.6
시가총액(십억원)	6,514.5	515.5	510.7
시가총액비중(%)	0.54	327.9	398.8
발행주식수(천주)	213,940.5		
60일 평균 거래량(천주)	280.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	8.3		
19년 배당금(예상, 원)	940		
19년 배당수익률(예상, %)	3.09		
외국인지분율(%)	30.40		
주요주주 지분율(%)			
한국광해관리공단	36.27		
강원도개발공사	5.34		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.9 (8.1) 4.5		
상대	(0.5) (6.8) 2.3		

Stock Price	
(천원)	130 120 110 100 90 80 70

### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,547.8	1,438.1	1,521.2	1,589.8	1,661.5
영업이익	십억원	530.9	430.7	516.6	509.9	539.8
세전이익	십억원	566.2	410.7	482.1	536.7	574.5
순이익	십억원	437.6	297.3	332.6	407.9	436.6
EPS	원	2,045	1,390	1,555	1,906	2,041
증감률	%	(3.8)	(32.0)	11.9	22.6	7.1
PER	배	17.01	23.03	19.59	15.97	14.92
PBR	배	2.03	1.82	1.67	1.58	1.49
EV/EBITDA	배	8.82	11.23	7.98	7.60	6.79
ROE	%	12.96	8.39	9.08	10.61	10.70
BPS	원	17,178	17,579	18,281	19,296	20,484
DPS	원	990	900	940	1,000	960



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

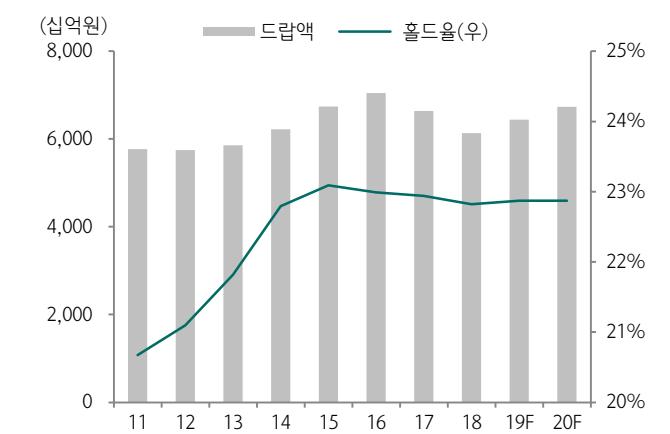
표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F
드랍액	6,134	6,438	6,731	1,551	1,475	1,591	1,518	1,568	1,590	1,721	1,560
홀드율	23%	23%	23%	23%	23%	22%	23%	23%	23%	23%	23%
매출액	1,438	1,521	1,590	378	339	369	352	377	364	406	374
Casino	1,274	1,347	1,409	333	311	318	312	329	329	353	337
Non-Casino	164	174	181	46	27	52	40	48	35	53	38
영업이익	431	517	510	126	115	124	66	125	173	139	81
OPM	30%	34%	32%	33%	34%	34%	19%	33%	47%	34%	22%
당기순이익	297	333	408	90	95	93	19	102	51	129	52

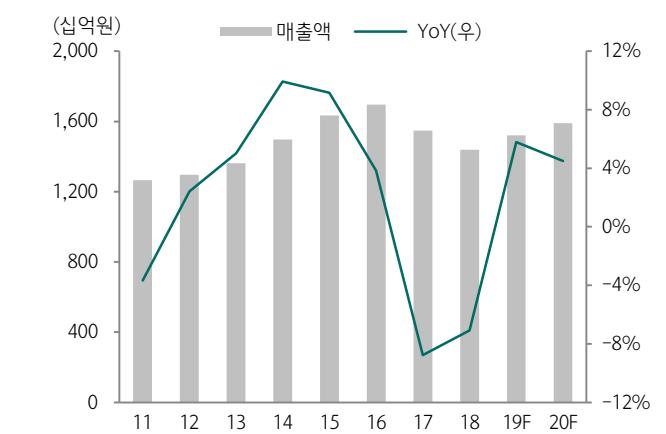
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액, 홀드율 추이



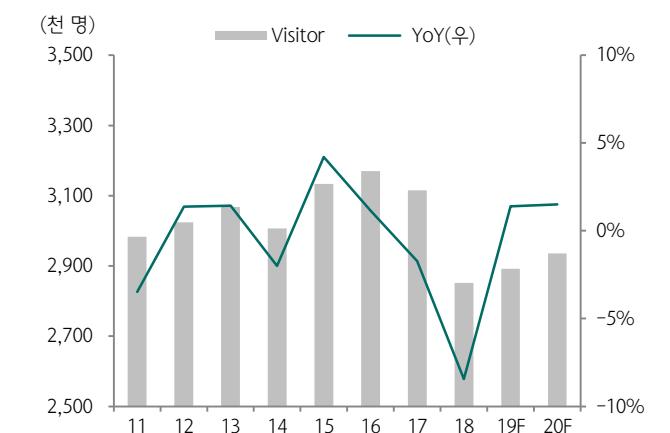
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 매출액 추이



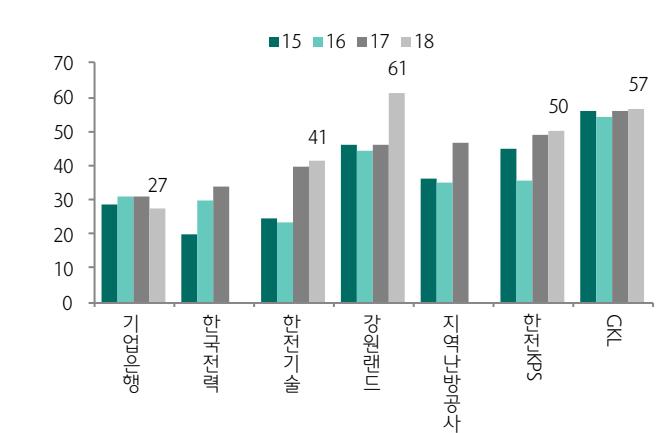
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 방문객 수 추이 – ‘19년은 3년 만에 성장 전환 기대



자료: 강원랜드, 하나금융투자

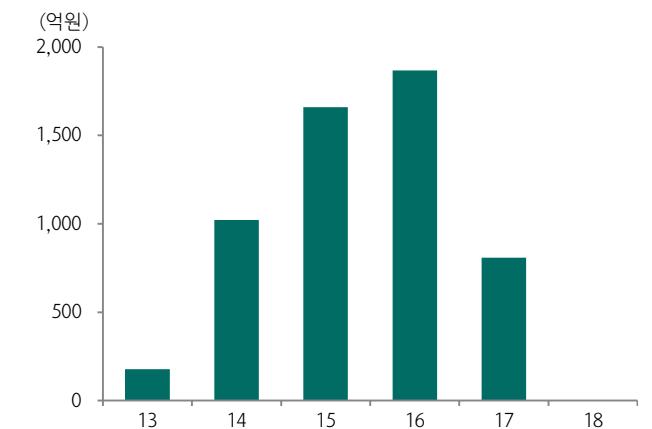
그림 4. 주요 상장 공기업들의 배당성향 추이



주: 한국전력, 지역난방공사는 18년 적자로 배당 못함

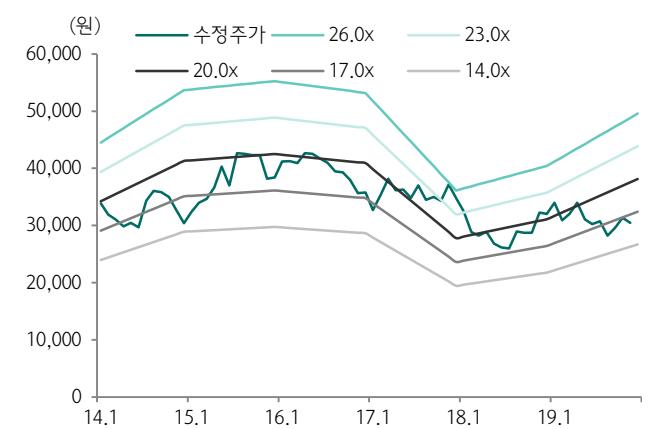
자료: Dart, 하나금융투자

그림 5. 매출총량제 초과분 추이 – 6년 만에 매출총량 준수



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/E 뱀드차트



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,547.8</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,521.2</b>	<b>1,589.8</b>	<b>1,661.5</b>
매출원가	730.8	729.6	732.3	784.9	811.7
매출총이익	817.0	708.5	788.9	804.9	849.8
판관비	286.0	277.8	272.3	295.0	310.0
<b>영업이익</b>	<b>530.9</b>	<b>430.7</b>	<b>516.6</b>	<b>509.9</b>	<b>539.8</b>
금융순익	52.7	39.4	69.0	72.5	76.1
종속/관계기업순이익	(0.1)	(0.1)	(32.4)	(29.2)	(26.3)
기타영업외순익	(17.3)	(59.3)	(71.1)	(16.5)	(15.2)
<b>세전이익</b>	<b>566.2</b>	<b>410.7</b>	<b>482.1</b>	<b>536.7</b>	<b>574.5</b>
법인세	128.7	113.5	149.4	128.8	137.9
계속사업이익	437.5	297.2	332.6	407.9	436.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>437.5</b>	<b>297.2</b>	<b>332.6</b>	<b>407.9</b>	<b>436.6</b>
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>437.6</b>	<b>297.3</b>	<b>332.6</b>	<b>407.9</b>	<b>436.6</b>
지배주주지분포괄이익	449.3	286.4	332.7	408.0	436.7
NOPAT	410.3	311.7	356.4	387.5	410.2
EBITDA	605.1	496.8	579.1	575.6	602.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(8.8)	(7.1)	5.8	4.5	4.5
NOPAT증가율	(12.9)	(24.0)	14.3	8.7	5.9
EBITDA증가율	(12.8)	(17.9)	16.6	(0.6)	4.7
영업이익증가율	(14.2)	(18.9)	19.9	(1.3)	5.9
(지배주주)순익증가율	(3.7)	(32.1)	11.9	22.6	7.0
EPS증가율	(3.8)	(32.0)	11.9	22.6	7.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	52.8	49.3	51.9	50.6	51.1
EBITDA이익률	39.1	34.5	38.1	36.2	36.3
영업이익률	34.3	29.9	34.0	32.1	32.5
계속사업이익률	28.3	20.7	21.9	25.7	26.3

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,045	1,390	1,555	1,906	2,041
BPS	17,178	17,579	18,281	19,296	20,484
CFPS	2,968	2,302	2,190	2,555	2,684
EBITDAPS	2,828	2,322	2,707	2,691	2,818
SPS	7,235	6,722	7,111	7,431	7,766
DPS	990	900	940	1,000	960
<b>주가지표(배)</b>					
PER	17.0	23.0	19.6	16.0	14.9
PBR	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
PCFR	11.7	13.9	13.9	11.9	11.3
EV/EBITDA	8.8	11.2	8.0	7.6	6.8
PSR	4.8	4.8	4.3	4.1	3.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	13.0	8.4	9.1	10.6	10.7
ROA	10.7	7.1	7.7	9.0	9.1
ROIC	49.8	28.9	27.5	30.7	33.8
부채비율	19.5	18.0	18.1	17.9	17.5
순부채비율	(60.1)	(35.4)	(50.6)	(54.1)	(57.6)
이자보상배율(배)	2,241.8	1,834.7	516.6	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

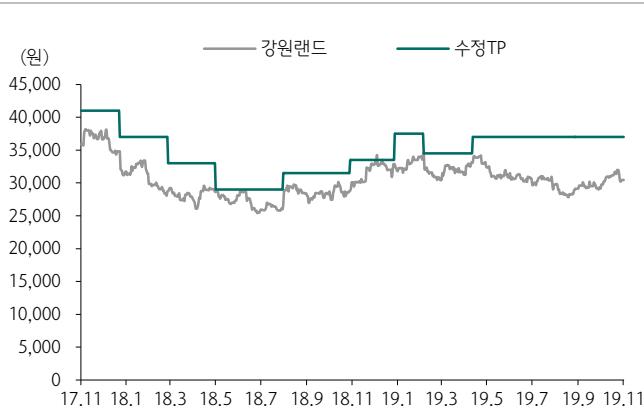
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>2,164.3</b>	<b>1,759.0</b>	<b>2,410.7</b>	<b>2,682.8</b>	<b>2,989.2</b>
금융자산	2,107.1	1,269.0	1,892.3	2,141.0	2,422.9
현금성자산	105.6	48.9	550.2	664.7	799.0
매출채권 등	34.2	42.3	44.7	46.7	48.8
재고자산	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
기타유동자산	21.7	446.6	472.5	493.8	516.2
<b>비유동자산</b>	<b>2,021.4</b>	<b>2,472.2</b>	<b>2,004.4</b>	<b>1,977.4</b>	<b>1,954.3</b>
투자자산	525.4	982.1	526.9	550.6	575.5
금융자산	472.4	445.2	470.9	492.1	514.3
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
<b>자산총계</b>	<b>4,185.7</b>	<b>4,231.2</b>	<b>4,415.1</b>	<b>4,660.2</b>	<b>4,943.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>681.3</b>	<b>636.0</b>	<b>669.3</b>	<b>696.7</b>	<b>725.4</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	488.3	459.5	486.0	507.9	530.9
기타유동부채	193.0	176.5	183.3	188.8	194.5
<b>비유동부채</b>	<b>3.1</b>	<b>8.4</b>	<b>8.9</b>	<b>9.3</b>	<b>9.8</b>
금융부채	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.7	8.4	8.9	9.3	9.8
<b>부채총계</b>	<b>684.4</b>	<b>644.5</b>	<b>678.2</b>	<b>706.0</b>	<b>735.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,501.1</b>	<b>3,586.8</b>	<b>3,736.9</b>	<b>3,954.2</b>	<b>4,208.3</b>
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	3,674.7	3,892.0	4,146.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,501.2</b>	<b>3,586.8</b>	<b>3,736.9</b>	<b>3,954.2</b>	<b>4,208.3</b>
<b>순금융부채</b>	<b>(2,105.7)</b>	<b>(1,269.0)</b>	<b>(1,892.3)</b>	<b>(2,141.0)</b>	<b>(2,422.9)</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>463.1</b>	<b>363.9</b>	<b>400.5</b>	<b>478.0</b>	<b>504.2</b>
당기순이익	437.5	297.2	332.6	407.9	436.6
조정	96.6	105.9	62.5	65.7	62.9
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	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(71.0)	(39.2)	5.4	4.4	4.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(250.2)</b>	<b>(202.0)</b>	<b>283.2</b>	<b>(172.9)</b>	<b>(187.5)</b>
투자자산감소(증가)	144.9	(456.7)	455.2	(23.7)	(24.9)
유형자산감소(증가)	(85.0)	(103.1)	(50.0)	(15.0)	(15.0)
기타	(310.1)	357.8	(122.0)	(134.2)	(147.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(200.3)</b>	<b>(202.4)</b>	<b>(182.5)</b>	<b>(190.6)</b>	<b>(182.5)</b>
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)	(190.6)	(182.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>12.6</b>	<b>(56.7)</b>	<b>501.3</b>	<b>114.5</b>	<b>134.3</b>
Unlevered CFO	635.0	492.5	468.4	546.5	574.2
Free Cash Flow	377.6	260.7	350.5	463.0	489.2

## 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%
17.11.9	BUY	41,000	-10.38%	-6.83%

## 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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 11월 11일

## 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 11월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 11월 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.