2018년 1월 2일 I Equity Research

강원랜드 (035250)

이렇게까지 규제할 필요가 있을까

규제가 예상보다 강하고 빠르게 강화되고 있음

강원랜드에 대한 규제가 예상보다 빠르게 강화되면서 목표주가를 37,000원(-10%)으로 하향하지만, 주가 하락이 예상되어 투자의견은 유지한다. 매출총량제 강화라는 큰 틀의 규제 방향성에도 매수 의견을 제시했던 것은 1) 12월 대표이사 교체, 2) 2월 평창올림픽 및 3) 6월 지방선거 등의 큰 이벤트를 앞두고 단기간 내 규제들이 강화되지 않으리라는 판단 때문이었다. 그러나, 28일 공시한 2가지 규제사항 외에도 매출총량제 위반 시 최대 6개월 영업정지 및 영업이익 50% 범위 내의 과징금 부과도 논의되는 등 규제의 강도와 속도가 매우 빠르게 진행 중이다. 평창올림픽 기부금도 해를 넘겨 1분기에 반영될 것으로 예상된다. 추후 영업시간 감소 적용 시기 및 기부금이 구체화되는 대로 실적추정을 다시 할 계획이다.

공시사항 1) 영업시간 기존 20시간 → 18시간으로 조정

지난 28일 공시를 통해 문화체육관광부로부터 카지노업 재허가와 함께 1) 카지노 영업시간 조정(기존 20시간 → 18시간)과 2) 일반 테이블 수 조정(기존 180대 → 160대)을 공시했다. 영업시간 감소가 실적에 가장 직접적인 영향을 미칠 것으로 예상되는데, 아직 적용 일자가 미정이기에 실적에 반영하지는 않았다. 다만, 적용 시점부터 카지노 매출이 10% 내외로 감소할 것으로 추정된다. 2017년 예상 카지노 매출 약 1.5조원 기준 최대 1,500억원의 감소가 예상되며, 태백시민연대는 영업시간 1시간 감축 당 연간 인력 100여명 감축, 매출액 500억원의 감소효과를 예상하고 있다. 영업이익 기준으로는 연간 300~400억원 내외의 감익이 불가피하다.

공시사항 2) 일반 테이블 180대 → 160대로 감소

총 테이블은 200 중 VIP가 20대, 일반이 180대이다. 1월 1일부터 일반 테이블이 160대로 조정되며, 블랙잭/바카라/룰렛 각각 6대/12대/2대가 감소한다. 단기 실적 영향은 제한적인데, 이미 테이블 가동률이 70% 내외에 불과하기 때문이다. 쉽게 말해 유휴 테이블을 정리하는 수준이다. 다만, 규제사업의 특성상 테이블 증가(혹은 재허가)까지 다소 시일이 걸릴 수 있어 성장 잠재력은 하향된 것이다.

Update

BUY

I TP(12M): 37,000원(하향) I CP(12월 28일): 34,800원

Key Data

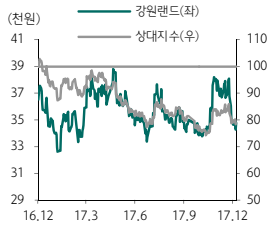
KOSPI 지수 (pt)	2,467.49
52주 최고/최저(원)	38,800/32,650
시가총액(십억원)	7,445.1
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	341.4
60일 평균 거래대금(십억원)	12.3
17년 배당금(예상,원)	950
17년 배당수익률(예상,%)	2.73
외국인지분율(%)	28.68
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
국민연금	6.61

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(6.3)	(1.7)	(4.0)
상대	(4.6)	(5.1)	(21.2)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	1,601.4	1,693.7
영업이익(십억원)	538.7	588.6
순이익(십억원)	423.9	465.9
EPS(원)	1,981	2,178
BPS(원)	17,162	18,478

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	1,633.7	1,696.5	1,587.3	1,681.0	1,759.9
영업이익	십억원	595.4	618.6	542.7	548.9	614.1
세전이익	십억원	593.9	596.9	547.6	548.1	615.1
순이익	십억원	441.6	454.6	416.8	417.2	461.4
EPS	원	2,064	2,125	1,948	1,950	2,157
증감률	%	22.9	3.0	(8.3)	0.1	10.6
PER	배	18.60	16.82	17.86	17.85	16.14
PBR	배	2.59	2.23	2.04	1.93	1.80
EV/EBITDA	배	9.72	8.48	8.96	8.50	7.23
ROE	%	15.49	14.55	12.40	11.65	12.07
BPS	원	14,824	16,017	17,027	18,076	19,285
DPS	원	980	990	950	1,000	1,050

Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 강원랜드 목표주가 하향

지배주주순이익('18년)	417	십억원
주식 수	213,941	천주
EPS	1,950	원
목표 P/E	19.0	배
	37,044	
목표 주가	37,000	원
현재 주가	34,800	원
상승 여력	6%	%

자료: 하나금융투자

표 2. 강원래드의 12월 28일 공시사항

	기존	향후
1. 카지노 영업시간 조정	20시간	18시간
비고		(적용일자 미정)
2. 일반 테이블 기구 수 조정	180대	160대
- 블랙잭	66대	60대
- 바카라	72대	60대
- 룰 렛	14대	12대
- 다이사이	7대	
- 빅 휠	2대	
- 포커	10대	
- 카지노워	3대	

자료: 강원랜드., 하나금융투자
주: 일반 테이블은 1월 1일부터 조정

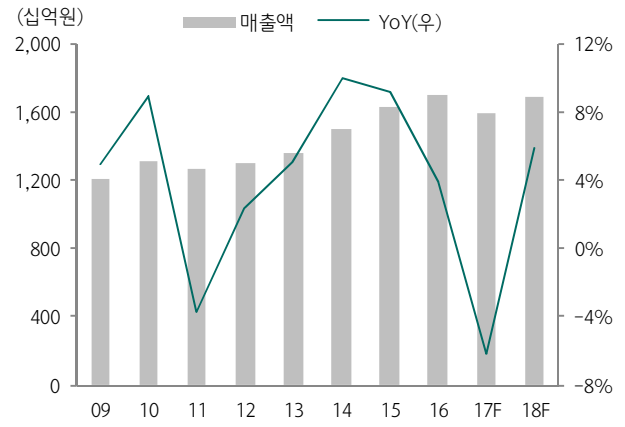
표 3. 강원랜드 실적 추이 및 전망 – 기부금은 4분기 미반영(1Q18 반영 예상)

(단위: 십억원)

	16	17F	18F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F
드랍액	7,042	6,621	6,915	1,776	1,762	1,822	1,682	1,741	1,644	1,654	1,583
홀드율(%)	23.0%	22.7%	23.0%	23.0%	22.8%	23.0%	23.2%	22.6%	22.8%	22.8%	22.8%
매출액	1,697	1,587	1,681	437	412	438	410	423	387.0	395	382
Casino	1,619	1,506	1,592	408	401	419	390	394	375	377	361
Non-Casino	78	81	89	28	11	19	20	29	12	18	21
매출총이익	911	822	880	252	229	243	188	236	201	212	174
판관비	293	280	332	74	69	81	69	73	65	75	67
영업이익	619	543	549	178	160	162	119	162	135	138	107
OPM	36%	34%	33%	41%	39%	37%	29%	38%	35.0%	35%	28%
당기순이익	455	417	417	143	124	124	64	130	110	119	58

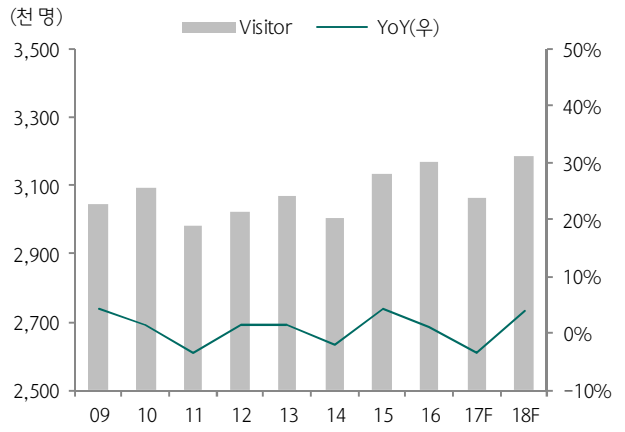
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 매출액 추이 – 6년 만에 역 성장한 기저효과로 '18년 증익



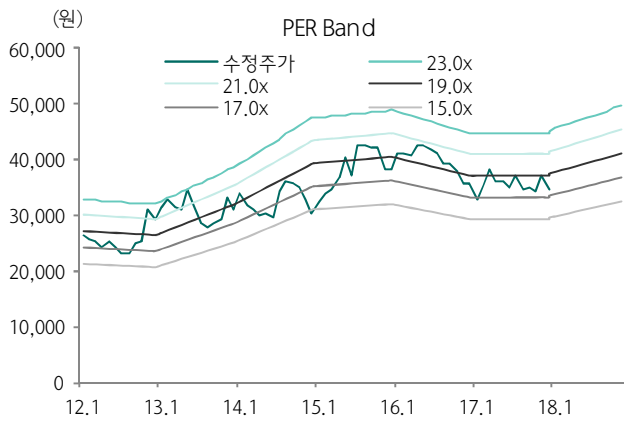
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 방문자 수 추이 – 2017년 -3%



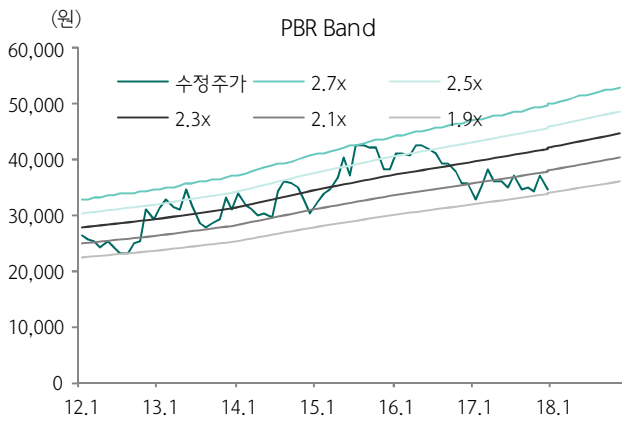
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 강원랜드 12MF P/E 밴드



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 강원랜드 12MF P/B 밴드



자료: 강원랜드, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**1,633.7**	**1,696.5**	**1,587.3**	**1,681.0**	**1,759.9**
매출원가	759.6	785.2	765.0	800.5	829.2
매출총이익	874.1	911.3	822.3	880.5	930.7
판관비	278.7	292.7	279.6	331.5	316.5
영업이익	**595.4**	**618.6**	**542.7**	**548.9**	**614.1**
금융손익	42.5	40.5	53.0	53.0	53.0
종속/관계기업손익	0.3	0.1	(21.2)	(21.4)	(21.4)
기타영업외손익	(44.3)	(62.3)	(26.9)	(32.5)	(30.7)
세전이익	**593.9**	**596.9**	**547.6**	**548.1**	**615.1**
법인세	152.3	142.3	130.9	131.0	153.8
계속사업이익	441.6	454.5	416.7	417.1	461.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**441.6**	**454.5**	**416.7**	**417.1**	**461.4**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	**441.6**	**454.6**	**416.8**	**417.2**	**461.4**
지배주주지분포괄이익	464.7	453.7	416.8	417.2	461.4
NOPAT	442.8	471.1	413.0	417.7	460.6
EBITDA	669.7	693.6	613.1	618.0	687.7
성장성(%)					
매출액증가율	9.2	3.8	(6.4)	5.9	4.7
NOPAT증가율	19.1	6.4	(12.3)	1.1	10.3
EBITDA증가율	13.7	3.6	(11.6)	0.8	11.3
영업이익증가율	16.0	3.9	(12.3)	1.1	11.9
(지배주주)순익증가율	22.9	2.9	(8.3)	0.1	10.6
EPS증가율	22.9	3.0	(8.3)	0.1	10.6
수익성(%)					
매출총이익률	53.5	53.7	51.8	52.4	52.9
EBITDA이익률	41.0	40.9	38.6	36.8	39.1
영업이익률	36.4	36.5	34.2	32.7	34.9
계속사업이익률	27.0	26.8	26.3	24.8	26.2

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**1,750.4**	**1,809.5**	**1,992.7**	**2,234.8**	**2,515.8**
금융자산	1,705.3	1,769.2	1,955.0	2,194.8	2,474.0
현금성자산	105.7	93.0	195.0	258.8	344.3
매출채권 등	27.8	24.2	22.6	23.9	25.1
재고자산	1.6	1.3	1.2	1.3	1.4
기타유동자산	15.7	14.8	13.9	14.8	15.3
비유동자산	**1,940.4**	**2,169.5**	**2,161.7**	**2,179.6**	**2,187.2**
투자자산	411.2	670.3	627.2	664.2	695.4
금융자산	358.1	617.2	577.5	611.6	640.3
유형자산	1,353.6	1,315.7	1,351.2	1,332.3	1,308.8
무형자산	2.5	1.9	1.7	1.5	1.4
기타비유동자산	173.1	181.6	181.6	181.6	181.6
자산총계	**3,690.8**	**3,979.0**	**4,154.4**	**4,414.4**	**4,702.9**
유동부채	**664.6**	**718.9**	**678.0**	**713.1**	**742.6**
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	539.7	585.5	547.8	580.1	607.4
기타유동부채	124.9	133.4	130.2	133.0	135.2
비유동부채	**28.4**	**7.4**	**7.6**	**8.0**	**8.4**
금융부채	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
기타비유동부채	28.4	6.5	6.7	7.1	7.5
부채총계	**693.0**	**726.3**	**685.6**	**721.1**	**751.0**
지배주주지분	**2,997.5**	**3,252.5**	**3,468.6**	**3,693.2**	**3,951.9**
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	2,935.3	3,190.3	3,406.4	3,630.9	3,889.6
비지배주주지분	**0.3**	**0.2**	**0.2**	**0.1**	**0.0**
자본총계	**2,997.8**	**3,252.7**	**3,468.8**	**3,693.3**	**3,951.9**
순금융부채	(1,705.3)	(1,768.3)	(1,954.1)	(2,193.9)	(2,473.0)

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,064	2,125	1,948	1,950	2,157
BPS	14,824	16,017	17,027	18,076	19,285
CFPS	3,105	3,258	2,641	2,637	2,971
EBITDAPS	3,130	3,242	2,866	2,889	3,215
SPS	7,636	7,930	7,419	7,857	8,226
DPS	980	990	950	1,000	1,050
주가지표(배)					
PER	18.6	16.8	17.9	17.8	16.1
PBR	2.6	2.2	2.0	1.9	1.8
PCFR	12.4	11.0	13.2	13.2	11.7
EV/EBITDA	9.7	8.5	9.0	8.5	7.2
PSR	5.0	4.5	4.7	4.4	4.2
재무비율(%)					
ROE	15.5	14.5	12.4	11.6	12.1
ROA	12.5	11.9	10.2	9.7	10.1
ROIC	50.9	60.1	53.5	53.4	63.0
부채비율	23.1	22.3	19.8	19.5	19.0
순부채비율	(56.9)	(54.4)	(56.3)	(59.4)	(62.6)
이자보상배율(배)	2,623.8	836.0	503.0	508.7	569.1

현금흐름표

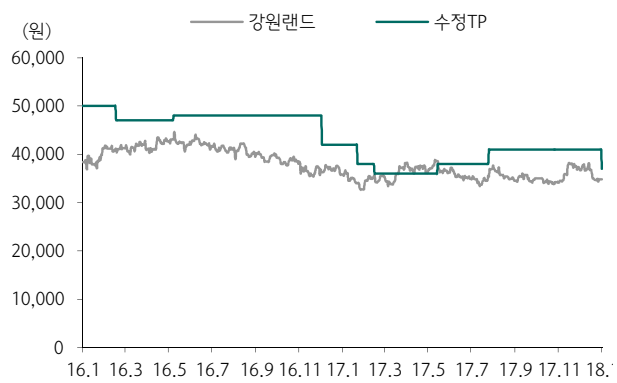
(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**575.0**	**596.5**	**449.0**	**519.5**	**563.0**
당기순이익	441.6	454.5	416.7	417.1	461.4
조정	111.6	131.7	70.4	69.1	73.5
감가상각비	74.3	75.0	70.4	69.1	73.6
외환거래손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	37.3	56.7	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	21.8	10.3	(38.1)	33.3	28.1
투자활동 현금흐름	**(398.9)**	**(411.5)**	**(146.3)**	**(263.0)**	**(274.8)**
투자자산감소(증가)	24.3	(259.1)	43.2	(37.0)	(31.2)
유형자산감소(증가)	(40.3)	(74.0)	(105.7)	(50.0)	(50.0)
기타	(382.9)	(78.4)	(83.8)	(176.0)	(193.6)
재무활동 현금흐름	**(172.3)**	**(197.7)**	**(200.7)**	**(192.6)**	**(202.7)**
금융부채증가(감소)	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(172.3)	(198.7)	(200.7)	(192.6)	(202.7)
현금의 증감	**3.7**	**(12.7)**	**102.0**	**63.8**	**85.5**
Unlevered CFO	664.2	697.1	565.0	564.2	635.7
Free Cash Flow	534.6	521.9	343.3	469.5	513.0

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.1.2	BUY	37,000		
17.7.27	BUY	41,000	-13.09%	-6.83%
17.5.16	Neutral	38,000	-6.76%	-2.24%
17.2.16	Neutral	36,000	0.59%	7.78%
17.1.23	Neutral	38,000	-9.51%	-6.58%
16.12.4	Neutral	42,000	-14.04%	-10.12%
16.5.9	BUY	48,000	-16.57%	-7.08%
16.2.18	BUY	47,000	-11.23%	-7.66%
16.2.1	BUY	50,000	-17.42%	-16.40%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.7%	7.6%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 12월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 1월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 1월 2일 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.