

# 강원랜드 (035250)

## 특별한 이유 없이 사도 되는 가격

### 목표주가 하향

머신 교체 및 탄력 운영제 등으로 방문객과 드랍액이 3개 분기 연속 성장하고 있다. 그러나 우려대로, 1분기 영업환경은 비 우호적이거나 코로나 바이러스 이슈가 장기화되지 않는다면 52주 신저가인 현 주가에서는 하락보다는 상승의 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. 1분기 실적 추정을 하향하며 목표주가도 35,000원(-5%)으로 하향하나 '20년 예상 P/E 14 배 수준인 현 주가에서는 추가 하락 가능성을 상당히 제한적으로 판단한다.

### 4Q Review: OPM 17.5%(-1.2%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 3,728억원/651억원(YoY +6%/-1%)으로 컨센서스(803억원)을 하회했다. 수요에 따른 탄력적인 테이블 운영으로 인해 방문객 수는 2%, 드랍액은 9% 성장했지만, 홀드율이 연중 최저인 22.2%(-0.4%p)로 하락하면서 다소 부진했다. 2019년 카지노 매출 성장이 연간 5% 수준이며, 1분기 어려운 업황으로 인해 올해도 매출총량에 대한 이슈는 상당히 제한적일 것으로 예상된다. 2020년 예상 매출 총량은 1.6조원 내외이나 영업환경 상 1.5조원도 쉽지 않은 상황이다. 영업이익 부진은 영업외에서 2011년 이후 4분기에 첫 이익(약 140억원)으로 전환하면서 폐광기금이 예상 대비 약 100억원 정도 추가 반영된 영향이다. 자회사들의 손상차손이 어느 정도 마무리 되었다는 점에서 긍정적이다.

### 2020년 예상 영업이익은 1회성 제외 시 10% 증익

2020년 예상 영업이익은 4,856억원으로 3% (YoY) 감소를 전망한다. 다만, 전년 통상임금 소송 환입과 관련한 1회성 이익(약 620억원)을 제외할 경우 연간 10% 증익하는 것이다. 1분기는 1월 영업 환경은 좋았으나, 2월에는 카지노/리조트 등의 불가피한 역 성장이 예상된다. 보수적으로 바라볼 때 상반기까지는 다소 부진하겠으나 영업환경 개선에 따른 인당 드랍액 성장 흐름과 안정화된 딜러 여건을 감안하면 하반기부터는 재차 증익할 것이다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 35,000원(하향) | CP(2월 11일): 26,950원

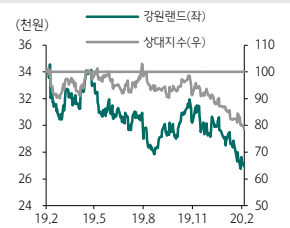
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,223.12
52주 최고/최저(원)	34,550/26,750
시가총액(십억원)	5,765.7
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	345.2
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0
19년 배당금(예상, 원)	940
19년 배당수익률(예상, %)	3.18
외국인지분율(%)	30.37
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.1) (9.4) (20.9)
상대	(7.8) (21.0) (22.4)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,522.8	1,585.4
영업이익(십억원)	514.6	525.6
순이익(십억원)	341.3	391.2
EPS(원)	1,596	1,835
BPS(원)	18,294	19,264

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,547.8	1,438.1	1,519.6	1,554.1	1,624.1
영업이익	십억원	530.9	430.7	501.8	485.6	515.1
세전이익	십억원	566.2	410.7	491.0	531.5	569.2
순이익	십억원	437.6	297.3	334.6	398.6	426.9
EPS	원	2,045	1,390	1,564	1,863	1,995
증감률	%	(3.8)	(32.0)	12.5	19.1	7.1
PER	배	17.01	23.03	18.93	14.46	13.51
PBR	배	2.03	1.82	1.62	1.40	1.32
EV/EBITDA	배	8.82	11.23	7.86	6.57	5.79
ROE	%	12.96	8.39	9.14	10.37	10.49
BPS	원	17,178	17,579	18,290	19,262	20,405
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 목표주가 하향

지배주주순이익('20년)	399	십억원
주식 수	213,941	천주
EPS	1,863	원
목표 P/E	18.6	배
목표 주가	35,000	원
현재 주가	30,450	원
상승 여력	15%	

자료: 하나금융투자

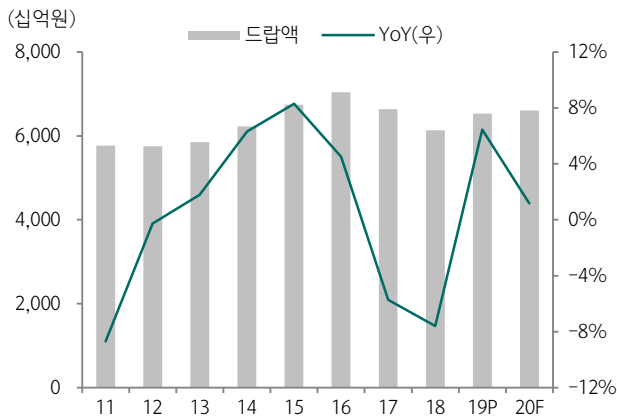
표 2. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19P	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
드랩액	6,134	6,530	6,607	6,908	1,568	1,590	1,721	1,652	1,531	1,635	1,736	1,706
홀드올	23%	22.7%	22.7%	22.7%	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	22.9%	22.8%	22.7%	22.4%
매출액	1,438	1,520	1,554	1,624	377	364	406	373	365	379	411	399
Casino	1,274	1,342	1,372	1,434	329	329	353	332	321	342	360	349
Non-Casino	164	177	182	190	48	35	53	41	45	37	51	49
영업이익	431	502	486	515	125	173	139	65	114	137	143	92
OPM	30%	33%	31%	32%	33%	47%	34%	17%	31%	36%	35%	23%
당기순이익	297	335	399	427	102	51	129	53	96	118	122	62

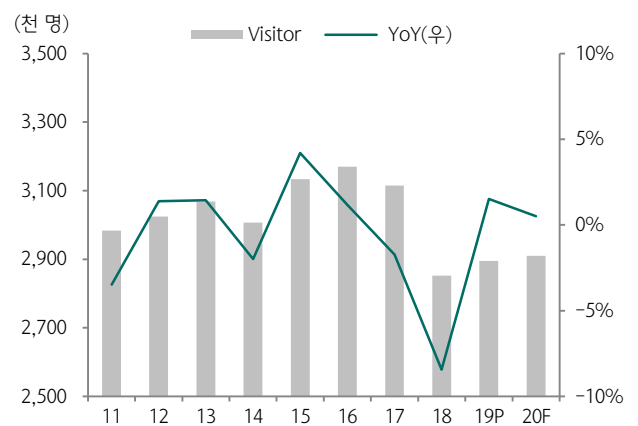
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랩액, 홀드올 추이



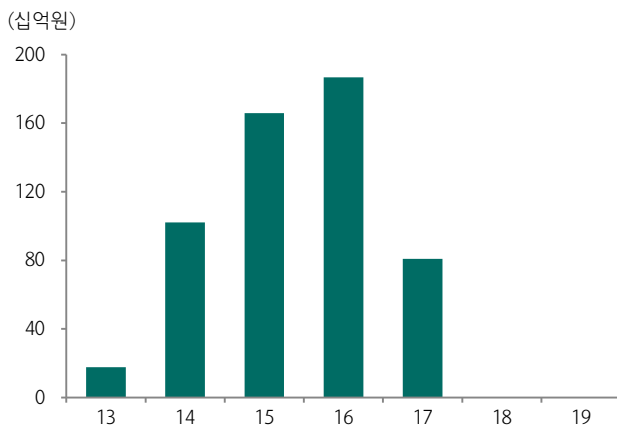
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 방문객 수 추이



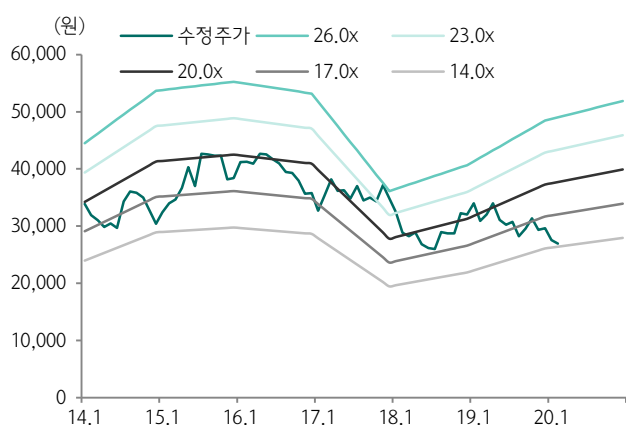
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 매출총량제 초과분 추이



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

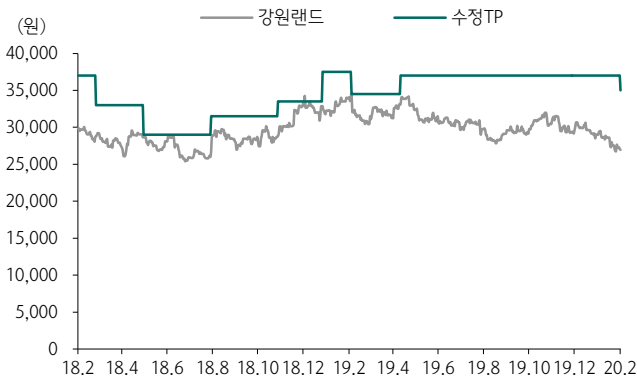
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,547.8	1,438.1	1,519.6	1,554.1	1,624.1
매출원가	730.8	729.6	735.8	770.0	795.2
매출총이익	817.0	708.5	783.8	784.1	828.9
판관비	286.0	277.8	282.0	298.6	313.8
영업이익	530.9	430.7	501.8	485.6	515.1
금융손익	52.7	39.4	83.0	87.1	91.5
중속/관계기업손익	(0.1)	(0.1)	(29.2)	(26.2)	(23.6)
기타영업외손익	(17.3)	(59.3)	(64.5)	(15.0)	(13.9)
세전이익	566.2	410.7	491.0	531.5	569.2
법인세	128.7	113.5	156.4	132.9	142.3
계속사업이익	437.5	297.2	334.6	398.6	426.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	437.5	297.2	334.6	398.6	426.9
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	437.6	297.3	334.6	398.6	426.9
지배주주지분포괄이익	449.3	286.4	334.7	398.7	427.0
NOPAT	410.3	311.7	341.9	364.2	386.3
EBITDA	605.1	496.8	564.3	551.3	578.1
성장성(%)					
매출액증가율	(8.8)	(7.1)	5.7	2.3	4.5
NOPAT증가율	(12.9)	(24.0)	9.7	6.5	6.1
EBITDA증가율	(12.8)	(17.9)	13.6	(2.3)	4.9
영업이익증가율	(14.2)	(18.9)	16.5	(3.2)	6.1
(지배주주)순이익증가율	(3.7)	(32.1)	12.5	19.1	7.1
EPS증가율	(3.8)	(32.0)	12.5	19.1	7.1
수익성(%)					
매출총이익률	52.8	49.3	51.6	50.5	51.0
EBITDA이익률	39.1	34.5	37.1	35.5	35.6
영업이익률	34.3	29.9	33.0	31.2	31.7
계속사업이익률	28.3	20.7	22.0	25.6	26.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,045	1,390	1,564	1,863	1,995
BPS	17,178	17,579	18,290	19,262	20,405
CFPS	2,968	2,302	2,160	2,530	2,660
EBITDAPS	2,828	2,322	2,638	2,577	2,702
SPS	7,235	6,722	7,103	7,264	7,591
DPS	990	900	940	1,000	960
주가지표(배)					
PER	17.0	23.0	18.9	14.5	13.5
PBR	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3
PCFR	11.7	13.9	13.7	10.7	10.1
EV/EBITDA	8.8	11.2	7.9	6.6	5.8
PSR	4.8	4.8	4.2	3.7	3.6
재무비율(%)					
ROE	13.0	8.4	9.1	10.4	10.5
ROA	10.7	7.1	7.7	8.8	8.9
ROIC	49.8	28.9	26.4	28.8	31.8
부채비율	19.5	18.0	18.1	17.5	17.2
순부채비율	(60.1)	(35.4)	(50.7)	(54.3)	(57.7)
이자보상배율(배)	2,241.8	1,834.7	1,043.8	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,164.3	1,759.0	2,412.6	2,673.4	2,970.0
금융자산	2,107.1	1,269.0	1,894.7	2,143.8	2,416.5
현금성자산	105.6	48.9	552.6	667.4	792.5
매출채권 등	34.2	42.3	44.7	45.7	47.7
재고자산	1.3	1.1	1.2	1.2	1.3
기타유동자산	21.7	446.6	472.0	482.7	504.5
비유동자산	2,021.4	2,472.2	2,003.9	1,965.1	1,941.3
투자자산	525.4	982.1	526.3	538.3	562.5
금융자산	472.4	445.2	470.4	481.1	502.8
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	175.2	175.2	175.2
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,416.5	4,638.5	4,911.3
유동부채	681.3	636.0	668.6	682.4	710.4
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	488.3	459.5	485.5	496.5	518.9
기타유동부채	193.0	176.5	183.1	185.9	191.5
비유동부채	3.1	8.4	8.9	9.1	9.6
금융부채	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.7	8.4	8.9	9.1	9.6
부채총계	684.4	644.5	677.5	691.5	719.9
지배주주지분	3,501.1	3,586.8	3,738.9	3,946.9	4,191.3
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	3,676.7	3,884.7	4,129.1
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,738.9	3,946.9	4,191.3
손금유부채	(2,105.7)	(1,269.0)	(1,894.7)	(2,143.8)	(2,416.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	402.4	466.6	494.4
당기순이익	437.5	297.2	334.6	398.6	426.9
조정	96.6	105.9	62.5	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	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(71.0)	(39.2)	5.3	2.3	4.5
투자활동 현금흐름	(250.2)	(202.0)	283.8	(161.2)	(186.9)
투자자산감소(증가)	144.9	(456.7)	455.8	(11.9)	(24.2)
유형자산감소(증가)	(85.0)	(103.1)	(50.0)	(15.0)	(15.0)
기타	(310.1)	357.8	(122.0)	(134.3)	(147.7)
재무활동 현금흐름	(200.3)	(202.4)	(182.5)	(190.6)	(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)	(190.6)	(182.5)
현금의 증감	12.6	(56.7)	503.7	114.8	125.1
Unlevered CFO	635.0	492.5	462.0	541.3	569.1
Free Cash Flow	377.6	260.7	352.4	451.6	479.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.12	BUY	35,000		
19.4.22	BUY	37,000	-18.44%	-7.70%
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%

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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 2월 12일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 02월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.