2020년 5월 13일 I Equity Research

강원랜드 (035250)

감염 재확산으로 일반 영업장 재개는 더 늦춰질 듯

일반 영업장까지 개장 후 매수 추천

우려했던 코로나19 재확산으로 일반 영업 재개에 따른 기대감도 다소 늦춰졌다. 지역사회가 주주로 참여하고 있어 예산의 바탕이 될 배당금이 줄어들 가능성이 높지 않기에 배당주의 관점에서는 언제든 사도 되는 가격까지 하락한 상황이다. 다만, 현재는 이익이 훼손되고 있는 배당주이기에 가격보다는 기간 조정 관점에서 투자매력도가 높진 않다. 다시 영업장이 개장한 후에 매수해도 충분히 빠를 것으로 판단한다.

1Q Review: OPM -79.1%(-112.3%p YoY)

1분기 매출액/영업손실은 각각 2,360억원(-37% YoY)/-1,868억원(적전)으로 컨센서스(417억원)을 하회했다. 다만, 2014~2019년(약 6개년)에 대한 폐광지역개발기금 과소징수분 부과 처분으로 약 2,250억원의 1회성 비용이 반영되었기 때문이다. 이를 제외하면 컨센서스에 부합했다. 실적이 부진한 이유는 간단하게 2/23일부터 영업장을 휴장하고 있기 때문이다. 5/8일에 회원(VIP) 영업장만 재개한 상황이며, 일반 영업장은 17일까지 휴장을 공시했다. 다만, 이태원클럽에서 다수의 확진자가 발생하며 감염이 재확산되고 있는 상황에서 공기업인 강원랜드가 감염의 위험을 무릅쓰고 영업을 재개할 확률은 희박하다.

최소 2분기까지 적자전환

코로나19의 대응책이 억제에서 완화로 방역이 한 단계 낮아질 때마다 집단 감염의 위험은 언제든지 재발할 수 있다. 특히, 일반 고객 비중이 높아 불특정 다수가 밀집될 수 밖에 없는 강원랜드는 넉넉한 현금을 보유하고 있고, 공기업 직원들은 임금의 70% 를 받는 유급 휴가 대상도 아니기에 위험을 감수하면서까지 빠르게 영업을 재개할 이유가 없다. 최소 5월 말까지 일반 영업장을 폐쇄한다는 가정 하에 2분기 방문객 수는 -65% 감소하여 매출액/영업손실은 각각 1,388억원(-62% YoY)/-124억원(적전)을 예상한다.

Update

BUY

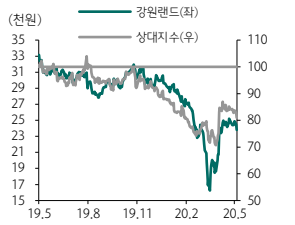
I TP(12M): 31,000원 I CP(5월 12일): 23,800원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,922.17
52주 최고/최저(원)	32,500/16,250
시가총액(십억원)	5,091.8
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	907.4
60일 평균 거래대금(십억원)	20.4
20년 배당금(예상,원)	900
20년 배당수익률(예상,%)	3.78
외국인지분율(%)	26.78
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.2)	(24.0)	(26.4)
상대	(4.4)	(15.3)	(19.3)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	1,317.0	1,572.6
영업이익(십억원)	331.7	492.4
순이익(십억원)	249.2	369.7
EPS(원)	1,191	1,740
BPS(원)	18,623	19,378

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,438.1	1,520.1	1,100.8	1,489.3	1,576.9
영업이익	십억원	430.7	501.2	9.8	474.7	517.3
세전이익	십억원	410.7	488.9	47.4	517.6	567.2
순이익	십억원	297.3	334.7	33.1	372.7	408.4
EPS	원	1,390	1,564	155	1,742	1,909
증감률	%	(32.0)	12.5	(90.1)	1,023.9	9.6
PER	배	23.03	18.92	153.60	13.66	12.47
PBR	배	1.82	1.63	1.36	1.29	1.22
EV/EBITDA	배	10.36	7.97	44.00	6.17	5.34
ROE	%	8.39	9.16	0.91	10.17	10.55
BPS	원	17,579	18,191	17,493	18,382	19,438
DPS	원	900	900	900	900	900

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

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

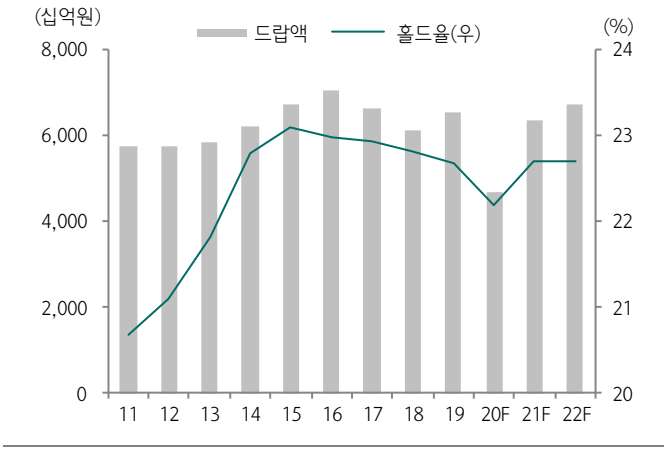
표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
드랍액	6,530	4,663	6,357	6,742	1,568	1,590	1,721	1,652	1,011	573	1,432	1,646
홀드율	22.7%	22.2%	22.7%	22.7%	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	21.9%	21.7%	22.2%	22.5%
매출액	1,520	1,101	1,489	1,577	377	364	406	373	236	139	338	388
Casino	1,342	947	1,320	1,400	329	329	353	332	200	114	290	342
Non-Casino	177	154	169	177	48	35	53	41	36	25	48	45
영업이익	501	10	475	517	125	173	139	64	(187)	(12)	100	108
OPM	33%	1%	32%	33%	33%	47%	34%	17%	-79%	-9%	30%	28%
당기순이익	334	33	373	408	102	51	129	55	(156)	8	88	93

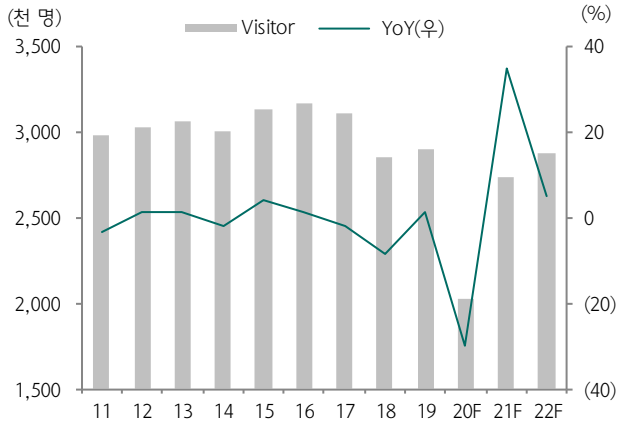
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액, 홀드율 추이



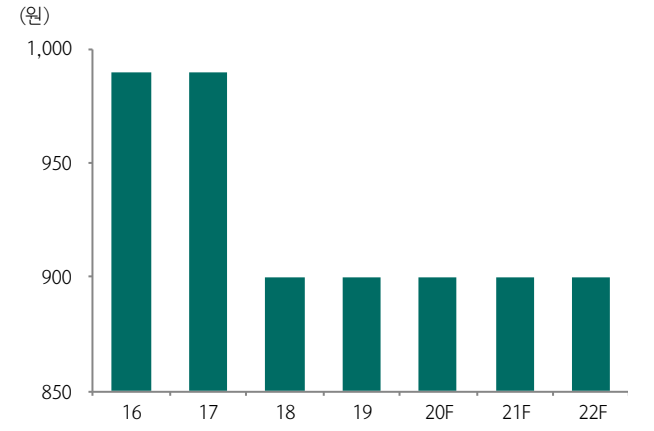
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 방문객 수 추이



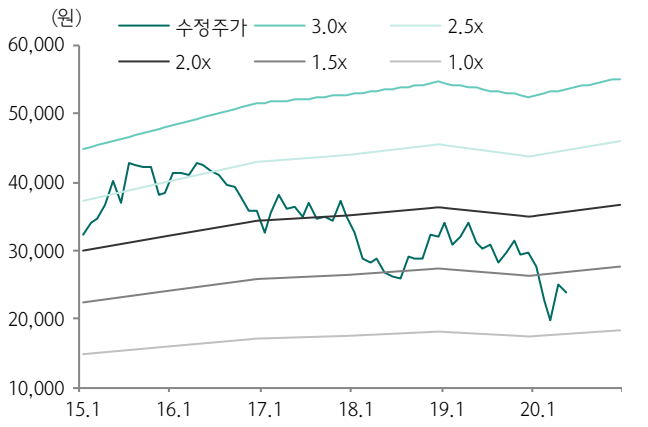
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 연간 DPS 추이 및 예상치



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,438.1**	**1,520.1**	**1,100.8**	**1,489.3**	**1,576.9**
매출원가	729.6	736.7	653.3	725.2	751.1
매출총이익	708.5	783.4	447.5	764.1	825.8
판관비	277.8	282.3	437.6	289.5	308.5
영업이익	**430.7**	**501.2**	**9.8**	**474.7**	**517.3**
금융손익	39.4	81.5	81.6	84.1	88.4
종속/관계기업손익	(0.1)	0.2	2.4	2.4	2.4
기타영업외손익	(59.3)	(93.9)	(46.5)	(43.5)	(40.9)
세전이익	**410.7**	**488.9**	**47.4**	**517.6**	**567.2**
법인세	113.5	154.3	14.2	144.9	158.8
계속사업이익	297.2	334.7	33.1	372.7	408.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**297.2**	**334.7**	**33.1**	**372.7**	**408.4**
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**297.3**	**334.7**	**33.1**	**372.7**	**408.4**
지배주주지분포괄이익	286.4	326.2	33.1	372.7	408.4
NOPAT	311.7	343.0	6.9	341.8	372.5
EBITDA	496.8	573.5	78.9	540.7	579.6
성장성(%)					
매출액증가율	(7.1)	5.7	(27.6)	35.3	5.9
NOPAT증가율	(24.0)	10.0	(98.0)	4,853.6	9.0
EBITDA증가율	(17.9)	15.4	(86.2)	585.3	7.2
영업이익증가율	(18.9)	16.4	(98.0)	4,743.9	9.0
(지배주주)순익증가율	(32.1)	12.6	(90.1)	1,026.0	9.6
EPS증가율	(32.0)	12.5	(90.1)	1,023.9	9.6
수익성(%)					
매출총이익률	49.3	51.5	40.7	51.3	52.4
EBITDA이익률	34.5	37.7	7.2	36.3	36.8
영업이익률	29.9	33.0	0.9	31.9	32.8
계속사업이익률	20.7	22.0	3.0	25.0	25.9

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,390	1,564	155	1,742	1,909
BPS	17,579	18,191	17,493	18,382	19,438
CFPS	2,302	2,345	368	2,536	2,723
EBITDAPS	2,322	2,681	369	2,527	2,709
SPS	6,722	7,105	5,145	6,961	7,371
DPS	900	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	23.0	18.9	153.6	13.7	12.5
PBR	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
PCFR	13.9	12.6	64.7	9.4	8.7
EV/EBITDA	10.4	8.0	44.0	6.2	5.3
PSR	4.8	4.2	4.6	3.4	3.2
재무비율(%)					
ROE	8.4	9.2	0.9	10.2	10.5
ROA	7.1	7.7	0.8	8.8	9.2
ROIC	36.1	39.3	0.8	36.4	41.1
부채비율	18.0	19.4	15.8	14.9	14.7
순부채비율	(47.4)	(47.3)	(45.4)	(46.7)	(50.0)
이자보상배율(배)	1,834.7	255.6	2.5	121.1	131.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**1,759.0**	**1,878.2**	**1,722.9**	**1,872.3**	**2,114.6**
금융자산	1,699.8	1,827.4	1,686.2	1,822.6	2,061.9
현금성자산	48.9	60.7	3.3	28.1	62.8
매출채권 등	43.9	34.3	24.8	33.6	35.6
재고자산	1.1	3.6	2.6	3.6	3.8
기타유동자산	14.2	12.9	9.3	12.5	13.3
비유동자산	**2,472.2**	**2,559.9**	**2,410.1**	**2,447.8**	**2,455.4**
투자자산	981.0	1,036.3	940.5	1,029.2	1,049.2
금융자산	444.0	293.8	212.8	287.9	304.8
유형자산	1,314.0	1,370.6	1,316.7	1,265.9	1,253.7
무형자산	**0.9**	**3.9**	**3.7**	**3.4**	**3.2**
기타비유동자산	**176.3**	**149.1**	**149.2**	**149.3**	**149.3**
자산총계	**4,231.2**	**4,438.1**	**4,133.0**	**4,320.1**	**4,570.0**
유동부채	**636.0**	**651.3**	**495.9**	**492.2**	**515.9**
금융부채	0.0	2.4	1.7	2.3	2.5
매입채무 등	459.5	506.4	366.7	348.4	368.8
기타유동부채	176.5	142.5	127.5	141.5	144.6
비유동부채	**8.4**	**69.0**	**68.7**	**69.2**	**69.4**
금융부채	**0.0**	**65.6**	**65.6**	**65.6**	**65.6**
기타비유동부채	8.4	3.4	3.1	3.6	3.8
부채총계	**644.5**	**720.4**	**564.6**	**561.4**	**585.4**
지배주주지분	**3,586.8**	**3,717.7**	**3,568.3**	**3,758.6**	**3,984.5**
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	3,524.5	3,655.5	3,506.2	3,696.4	3,922.3
비지배주주지분	**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
자본총계	**3,586.8**	**3,717.8**	**3,568.4**	**3,758.7**	**3,984.6**
순금융부채	(1,699.8)	(1,759.4)	(1,618.8)	(1,754.6)	(1,993.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

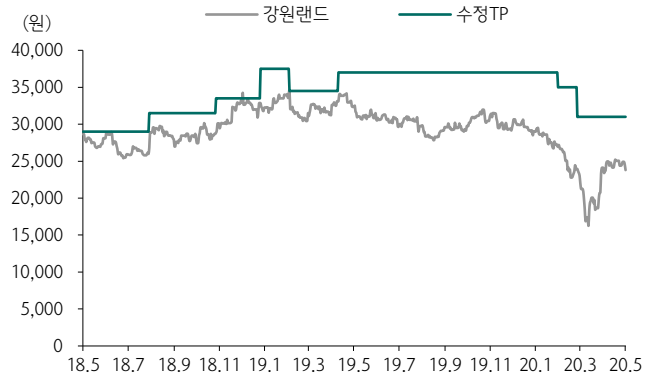
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**363.9**	**407.9**	**(38.9)**	**422.0**	**491.7**
당기순이익	297.2	334.7	33.1	372.7	408.4
조정	105.9	113.3	69.1	66.1	62.4
감가상각비	66.1	72.3	69.1	66.1	62.3
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	39.8	41.0	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(39.2)	(40.1)	(141.1)	(16.8)	20.9
투자활동 현금흐름	**(202.0)**	**(211.3)**	**164.6**	**(215.3)**	**(274.7)**
투자자산감소(증가)	(455.6)	(55.3)	95.7	(88.7)	(20.0)
유형자산감소(증가)	(103.1)	(79.5)	(15.0)	(15.0)	(50.0)
기타	356.7	(76.5)	83.9	(111.6)	(204.7)
재무활동 현금흐름	**(202.4)**	**(184.8)**	**(183.1)**	**(181.9)**	**(182.3)**
금융부채증가(감소)	(1.4)	68.0	(0.7)	0.6	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	(70.3)	0.1	0.0	0.1
배당지급	(200.7)	(182.5)	(182.5)	(182.5)	(182.5)
현금의 증감	**(56.7)**	**11.8**	**(57.4)**	**24.8**	**34.7**
Unlevered CFO	492.5	501.7	78.7	542.5	582.5
Free Cash Flow	260.7	328.3	(53.9)	407.0	441.7

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.9	BUY	31,000		
20.2.12	BUY	35,000	-29.03%	-22.29%
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%

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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 13일

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 2020년 05월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 05월 13일 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.