2020년 8월 12일 I Equity Research

강원랜드 (035250)

예상보다 적자가 컸지만 변한 건 없다

조금 더 기다리자

2분기 예상보다 다소 적자 폭이 컸지만, 기업을 바라보는 투자 포인트는 변한 것이 없다. 연간 4,000억원 내외에 달하는 적자에도 불구하고 풍부한 유동성으로 배당이 훼손된 GKL과 달리 상대적으로 높은 하방경직성을 유지하고 있다. 배당이 훼손되지 않는다면 시가배당률 기준 3.9% 수준의 주가다. 실적의 바닥을 확인한 만큼 주가의 추가적인 하락 가능성은 제한적이다.

2Q Review: OPM -299.7%(적전)

2분기 매출액/영업이익은 각각 346억원(-85% YoY)/-1,038억원(적전)으로 컨센서스(-714억원)을 하회했다. 회원영업장은 5/8일 이후 개장했으며, 일반영업장은 2분기 내내 휴장하면서 2분기 방문객 수는 2,364명(-99.9%)에 불과했다. 7/20일부터는 일반영업장에서도 ARS 추첨을 통해 일일 750여명을 대상으로 제한적인 영업을 시작했지만, 이 또한 직원과 손님이 대면하지 않는 전자테이블 및 머신 게임만 운영해 의미 있는 영업 재개는 아니다.

2020년 예상 영업적자는 4,462억원

2020년 예상 영업적자는 4,462억원이다. 미납 폐광기금과 관련한 1회성 비용(약 2,250억원)을 제외하더라도 약 2,200억원 수준이다. 공기업으로 인건비를 포함한 비용절감 노력에 한계가 있을 수 밖에 없으며, 공공기관 평가를 받아야 하는 입장일 뿐만 아니라 여전히 유동성이 2조원 내외에 달해 영업장 내 확진자가 발생할 수 있는 위험 부담을 질 필요가 없다. 즉, 코로나19 상황이 다소 개선 되더라도 빠르게 정상적인 영업 재개를 결정하는 것은 또 다른 변수다. 굉장히 유동적이기에 상황을 지켜보자.

Update

BUY

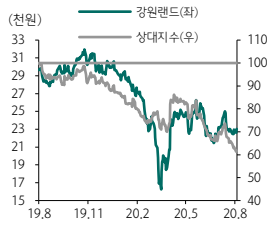
I TP(12M): 28,000원 I CP(8월 11일): 23,050원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,418.67
52주 최고/최저(원)	31,950/16,250
시가총액(십억원)	4,931.3
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	857.4
60일 평균 거래대금(십억원)	20.5
20년 배당금(예상,원)	900
20년 배당수익률(예상,%)	3.90
외국인지분율(%)	25.42
주요주주 지분율(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.9)	(14.5)	(22.5)
상대	(11.9)	(21.4)	(37.9)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	774.6	1,358.3
영업이익(십억원)	(220.0)	368.7
순이익(십억원)	(125.2)	300.9
EPS(원)	(644)	1,369
BPS(원)	17,102	17,728

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,438.1	1,520.1	477.6	1,389.7	1,475.8
영업이익	십억원	430.7	501.2	(446.2)	410.5	451.3
세전이익	십억원	410.7	488.9	(425.0)	459.2	513.0
순이익	십억원	297.3	334.7	(297.5)	330.6	369.4
EPS	원	1,390	1,564	(1,390)	1,545	1,727
증감률	%	(32.0)	12.5	적전	흑전	11.8
PER	배	23.03	18.92	N/A	14.92	13.35
PBR	배	1.82	1.63	1.45	1.39	1.32
EV/EBITDA	배	10.36	7.97	N/A	6.90	5.98
ROE	%	8.39	9.16	(8.55)	9.98	10.62
BPS	원	17,579	18,191	15,948	16,640	17,514
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

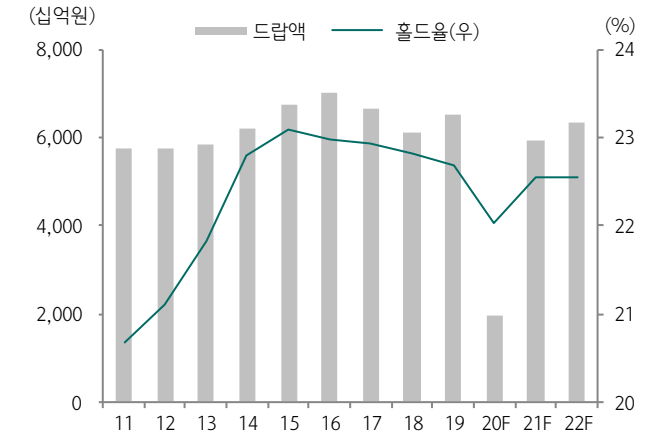
표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F
드랍액	6,530	1,959	5,956	6,328	1,568	1,590	1,721	1,652	1,011	145	361	441
홀드율	22.7%	22.0%	22.5%	22.5%	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	21.9%	22.0%	22.2%	22.2%
매출액	1,520	478	1,390	1,476	377	364	406	373	236	35	83	124
Casino	1,342	395	1,229	1,305	329	329	353	332	200	28	73	94
Non-Casino	177	83	161	170	48	35	53	41	36	6	10	30
영업이익	501	(446)	411	451	125	173	139	64	(187)	(104)	(68)	(89)
OPM	33%	-93%	30%	31%	33%	47%	34%	17%	-79%	-300%	-81%	-72%
당기순이익	334	(297)	331	369	102	51	129	55	(156)	(46)	(41)	(55)

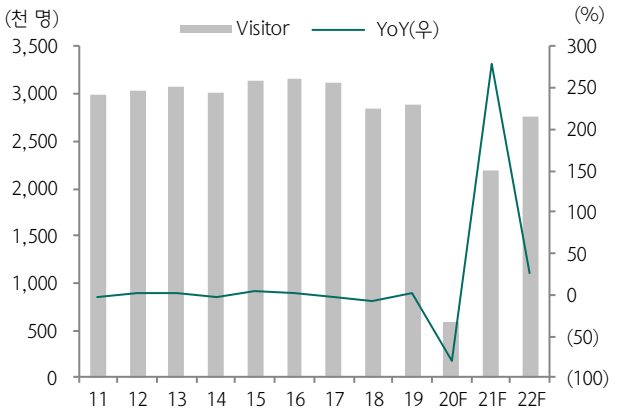
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 1. 드랍액, 홀드율 추이



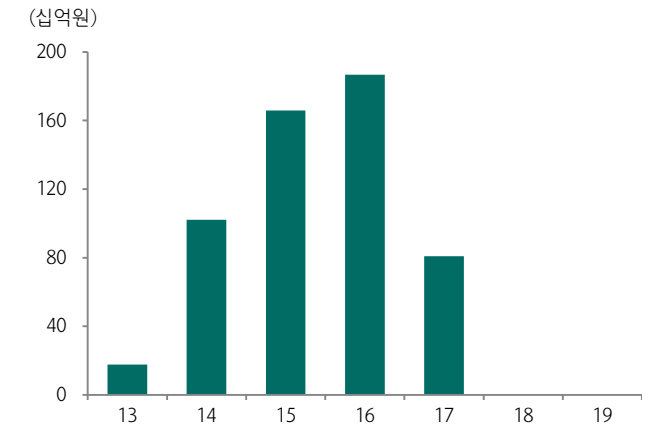
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 2. 방문객 수 추이



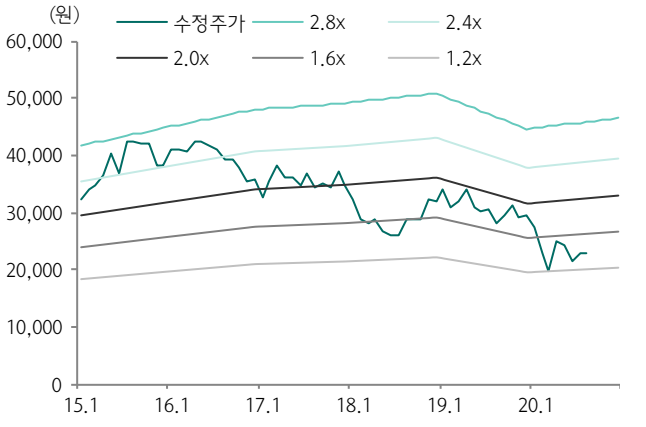
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 3. 매출총량제 초과분 추이



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 4. 12MF P/B 밴드차트



자료: 강원랜드, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,438.1**	**1,520.1**	**477.6**	**1,389.7**	**1,475.8**
매출원가	729.6	736.7	559.4	706.9	732.1
매출총이익	708.5	783.4	(81.8)	682.8	743.7
판관비	277.8	282.3	364.4	272.3	292.4
영업이익	**430.7**	**501.2**	**(446.2)**	**410.5**	**451.3**
금융손익	39.4	81.5	44.2	68.9	79.6
종속/관계기업손익	(0.1)	0.2	2.4	2.4	2.4
기타영업외손익	(59.3)	(93.9)	(25.5)	(22.7)	(20.2)
세전이익	**410.7**	**488.9**	**(425.0)**	**459.2**	**513.0**
법인세	113.5	154.3	(127.5)	128.6	143.7
계속사업이익	297.2	334.7	(297.5)	330.6	369.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**297.2**	**334.7**	**(297.5)**	**330.6**	**369.4**
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**297.3**	**334.7**	**(297.5)**	**330.6**	**369.4**
지배주주지분포괄이익	286.4	326.2	(297.5)	330.6	369.4
NOPAT	311.7	343.0	(312.3)	295.6	324.9
EBITDA	496.8	573.5	(377.1)	476.6	513.6
성장성(%)					
매출액증가율	(7.1)	5.7	(68.6)	191.0	6.2
NOPAT증가율	(24.0)	10.0	적전	흑전	9.9
EBITDA증가율	(17.9)	15.4	적전	흑전	7.8
영업이익증가율	(18.9)	16.4	적전	흑전	9.9
(지배주주)순익증가율	(32.1)	12.6	적전	흑전	11.7
EPS증가율	(32.0)	12.5	적전	흑전	11.8
수익성(%)					
매출총이익률	49.3	51.5	(17.1)	49.1	50.4
EBITDA이익률	34.5	37.7	(79.0)	34.3	34.8
영업이익률	29.9	33.0	(93.4)	29.5	30.6
계속사업이익률	20.7	22.0	(62.3)	23.8	25.0

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,390	1,564	(1,390)	1,545	1,727
BPS	17,579	18,191	15,948	16,640	17,514
CFPS	2,302	2,345	(1,831)	2,276	2,485
EBITDAPS	2,322	2,681	(1,762)	2,228	2,401
SPS	6,722	7,105	2,232	6,496	6,898
DPS	900	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	23.0	18.9	N/A	14.9	13.3
PBR	1.8	1.6	1.4	1.4	1.3
PCFR	13.9	12.6	N/A	10.1	9.3
EV/EBITDA	10.4	8.0	N/A	6.9	6.0
PSR	4.8	4.2	10.3	3.5	3.3
재무비율(%)					
ROE	8.4	9.2	(8.6)	10.0	10.6
ROA	7.1	7.7	(7.1)	8.3	8.9
ROIC	36.1	39.3	(36.4)	35.6	40.9
부채비율	18.0	19.4	20.2	19.7	19.5
순부채비율	(47.4)	(47.3)	(47.6)	(48.5)	(52.0)
이자보상배율(배)	1,834.7	255.6	(116.6)	105.0	115.2

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**1,759.0**	**1,878.2**	**1,624.8**	**1,757.3**	**1,976.7**
금융자산	1,699.8	1,827.4	1,608.9	1,710.9	1,927.4
현금성자산	48.9	60.7	60.3	89.3	121.9
매출채권 등	43.9	34.3	10.8	31.3	33.3
재고자산	1.1	3.6	1.1	3.3	3.5
기타유동자산	14.2	12.9	4.0	11.8	12.5
비유동자산	**2,472.2**	**2,559.9**	**2,267.9**	**2,294.9**	**2,294.1**
투자자산	981.0	1,036.3	798.3	876.3	887.9
금융자산	444.0	293.8	92.3	138.5	147.1
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**	**3,892.7**	**4,052.1**	**4,270.8**
유동부채	**636.0**	**651.3**	**586.8**	**597.1**	**628.6**
금융부채	0.0	2.4	0.8	2.2	2.3
매입채무 등	459.5	506.4	481.0	457.0	485.3
기타유동부채	176.5	142.5	105.0	137.9	141.0
비유동부채	**8.4**	**69.0**	**68.1**	**69.1**	**69.3**
금융부채	**0.0**	**65.6**	**65.6**	**65.6**	**65.6**
기타비유동부채	8.4	3.4	2.5	3.5	3.7
부채총계	**644.5**	**720.4**	**654.9**	**666.2**	**698.0**
지배주주지분	**3,586.8**	**3,717.7**	**3,237.7**	**3,385.9**	**3,572.8**
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	3,175.6	3,323.7	3,510.6
비지배주주지분	**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
자본총계	**3,586.8**	**3,717.8**	**3,237.8**	**3,386.0**	**3,572.9**
순금융부채	(1,699.8)	(1,759.4)	(1,542.5)	(1,643.1)	(1,859.5)

현금흐름표

(단위: 십억원)

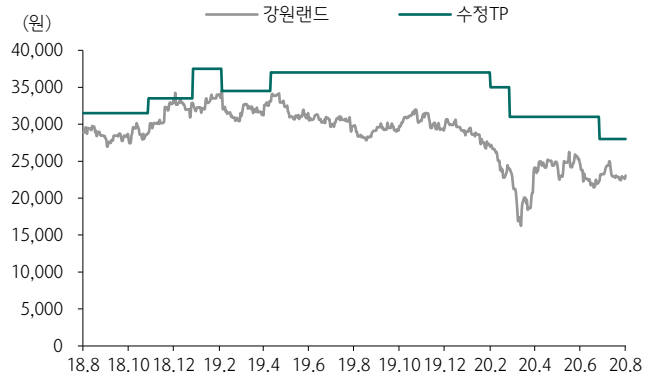
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**363.9**	**407.9**	**(257.4)**	**376.1**	**460.5**
당기순이익	297.2	334.7	(297.5)	330.6	369.4
조정	105.9	113.3	69.1	66.1	62.3
감가상각비	66.1	72.3	69.1	66.1	62.3
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	39.8	41.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(39.2)	(40.1)	(29.0)	(20.6)	28.8
투자활동 현금흐름	**(202.0)**	**(211.3)**	**441.1**	**(166.0)**	**(245.5)**
투자자산감소(증가)	(455.6)	(55.3)	238.0	(78.1)	(11.6)
유형자산감소(증가)	(103.1)	(79.5)	(15.0)	(15.0)	(50.0)
기타	356.7	(76.5)	218.1	(72.9)	(183.9)
재무활동 현금흐름	**(202.4)**	**(184.8)**	**(184.1)**	**(181.0)**	**(182.3)**
금융부채증가(감소)	(1.4)	68.0	(1.6)	1.4	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	(70.3)	0.0	0.1	0.1
배당지급	(200.7)	(182.5)	(182.5)	(182.5)	(182.5)
현금의 증감	**(56.7)**	**11.8**	**(0.4)**	**29.0**	**32.6**
Unlevered CFO	492.5	501.7	(391.8)	486.8	531.7
Free Cash Flow	260.7	328.3	(272.4)	361.1	410.5

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.8	BUY	28,000		
20.3.9	BUY	31,000	-26.60%	-15.32%
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%

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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 11일

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 08월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 08월 12일 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.