



# BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원(하향)

주가(04/16): 24,700원

시가총액: 52,843억원

**미디어/엔터/레저**  
 Analyst **이남수**  
 02) 3787-5115  
 namsu.lee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (04/16)		1,857.07pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	34,150원	16,250원
등락률	-27.7%	52.0%
수익률	절대	상대
1M	18.2%	9.1%
6M	-18.8%	-8.9%
1Y	-24.7%	-8.8%

## Company Data

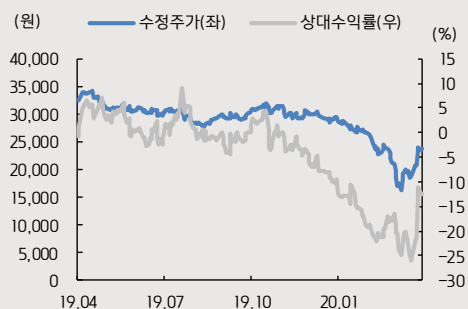
발행주식수	213,941	전주
일평균 거래량(3M)	747	전주
외국인 지분율	26.9%	
배당수익률(20E)	3.8%	
BPS(20E)	17,647원	
주요 주주	한국광해관리공단	36.3%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,438.1	1,520.1	1,233.3	1,555.3
영업이익	430.7	501.2	315.1	460.8
EBITDA	496.8	573.5	391.1	537.4
세전이익	410.7	488.9	339.0	482.1
순이익	297.2	334.7	248.8	347.9
지배주주지분순이익	297.3	334.7	248.8	347.9
EPS(원)	1,390	1,564	1,163	1,626
증감률(% YoY)	-32.1	12.6	-25.7	39.9
PER(배)	23.0	18.9	20.4	14.6
PBR(배)	1.91	1.70	1.34	1.29
EV/EBITDA(배)	10.4	8.0	8.3	5.7
영업이익률(%)	29.9	33.0	25.5	29.6
ROE(%)	8.4	9.2	6.6	9.0
순차입금비율(%)	-47.4	-47.3	-48.7	-51.2

자료: 키움증권

## Price Trend



# 강원랜드 (035250)

## 해외여행보다 빠른 국내여행 수요회복 예상



강원랜드는 코로나19로 인하여 2월 23일부터 4월 20일 까지 임시 휴장에 돌입했습니다. 국내 사회적 거리 두기가 아직 진행 중인 것을 감안하면 임시 휴장은 조금 더 연장될 가능성이 높습니다. 하지만 재개장 후 카지노 및 국내 여행 수요의 빠른 회복력을 예상하여 3분기부터 영업 정상화가 이루어질 것으로 판단합니다.

### >>> 1Q20 영업이익 482억원(YoY -61.5%)

강원랜드 카지노 및 비카지노 매출액은 각각 1,895억원(YoY -42.4%), 228억원(YoY -52.9%), 합산 2,123억원(YoY -43.7%)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다.

1분기 휴장일수 38일을 감안하여 전년동기 대비 드랍액/방문객/홀드율 각각 -41.7%/-43.8%/-0.3%p가 예상되어 영업이익 역시 감소할 것으로 추정한다. 휴장기간 발생하는 일 평균 매출액 감소는 카지노 3.8억원, 비카지노 0.5억원 수준으로 추정되어, 카지노와 비카지노 합산 1,638억원의 매출 감소는 피할 수 없을 것으로 보인다.

### >>> 사회적 거리 두기 해제, 재개장, 빠른 수요회복

강원랜드는 공공부문의 지분 보유가 51%를 넘어가며 정부 정책에 대한 이행 정도가 외국인 카지노 보다 높을 수 밖에 없다. 따라서 사회적 거리 두기 해제 시점에 맞추어 카지노 재개장이 될 것으로 보여 4월 20일까지의 임시 휴장은 이후 정부 정책과 보조를 맞출 것으로 보인다.

하지만 재개장 후 일평균 방문객 수준이 현재 8,300명에서 증가할 가능성이 높고, 출입이 힘들었던 3월과 4월이 냉각기 제도에 따른 쿨링타임으로 활용된다면 수요의 빠른 회복은 가능할 것으로 전망한다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 하향

2020년에는 전년대비 18% 감소한 입장객 영향으로 드랍액 등 모든 지표가 부진하여 전년대비 18.9% 감소한 1조 2,333억원의 매출을 달성할 것으로 전망한다. 영업이익은 복합리조트 운영에 따른 고정비 등의 감소가 매출 감소보다 크지 않을 것으로 보여 3,152억원(YoY -37.1%)를 예상한다.

하지만 2021년은 낮아진 베이스에 대한 저저효과 발생이 가능하고, 카지노 재허가와 연관된 영업시간 및 카지노 테이블 가동률 증가 등이 발생할 가능성도 있기 때문에 정상화된 실적 달성은 무리가 없을 것으로 판단한다.

이에 투자의견 BUY는 유지하고, 목표주가는 2021년 지배주주순이익 EPS 1,626원에 Target PER 19배를 적용하여 31,000원으로 하향한다.

강원랜드 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	377.4	364.3	405.5	372.8	212.3	223.5	374.1	423.4	1,520.1	1,233.3	1,555.3
(YoY)	-0.3%	7.5%	9.9%	6.0%	-43.7%	-38.6%	-7.8%	13.6%	5.7%	-18.9%	26.1%
카지노	329.0	329.1	352.5	331.6	189.5	210.0	323.7	371.2	1,342.3	1,094.4	1,387.9
호텔	25.8	24.8	30.9	25.4	11.5	7.7	28.2	32.8	106.9	80.2	100.2
콘도	9.3	4.2	9.3	7.0	5.7	1.9	7.0	9.2	29.7	23.8	26.2
스키	11.0	0.7	1.0	5.9	4.3	0.4	0.5	6.9	18.6	12.1	13.9
골프	0.0	2.2	3.1	1.0	0.0	2.0	2.9	0.8	6.3	5.7	6.9
워터월드	1.5	2.4	8.1	1.2	0.9	0.9	11.0	1.8	13.2	14.5	17.4
머신제조	0.0	0.0	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
자회사	0.7	0.9	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	2.5	2.1	2.2
매출원가	180.6	135.4	187.6	233.0	113.3	107.7	172.3	257.0	736.7	650.2	773.8
(YoY)	5.1%	-16.2%	9.8%	3.5%	-37.3%	-20.5%	-8.2%	10.3%	1.0%	-11.7%	19.0%
카지노	110.9	84.7	116.9	149.0	73.8	74.7	112.3	160.6	461.5	421.4	509.4
호텔	35.5	26.9	39.0	42.9	16.5	12.7	33.3	52.9	144.4	115.4	145.1
콘도	16.1	10.9	15.1	17.3	11.1	7.6	12.1	20.4	59.3	51.3	54.3
스키	11.3	5.1	6.9	12.6	5.3	4.5	4.9	14.4	35.9	29.2	29.3
골프	1.1	1.9	1.7	2.0	0.7	1.7	1.4	1.7	6.7	5.5	6.9
워터월드	5.0	5.1	7.5	5.9	5.1	5.8	7.5	5.0	23.5	23.4	24.2
머신제조	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
자회사	0.7	0.8	0.4	2.3	0.7	0.6	0.6	1.8	4.1	3.6	4.2
매출총이익	196.8	228.8	218.0	139.8	99.0	115.8	201.8	166.5	783.4	583.1	781.5
(YoY)	-4.7%	29.3%	10.0%	10.4%	-49.7%	-49.4%	-7.4%	19.0%	10.6%	-25.6%	34.0%
GPM	52.1%	62.8%	53.7%	37.5%	46.6%	51.8%	53.9%	39.3%	51.5%	47.3%	50.2%
판매비	71.7	55.9	78.7	75.6	50.9	52.1	83.5	81.4	282.0	267.9	320.6
(YoY)	-11.0%	-9.8%	6.0%	24.2%	-29.1%	-6.8%	6.0%	7.7%	1.5%	-5.0%	19.7%
영업이익	125.1	172.9	139.2	64.2	48.2	63.7	118.3	85.0	501.4	315.2	460.9
(YoY)	-0.7%	50.3%	12.3%	-2.4%	-61.5%	-63.2%	-15.0%	32.4%	16.4%	-37.1%	46.2%
OPM	33.1%	47.5%	34.3%	17.2%	22.7%	28.5%	31.6%	20.1%	33.0%	25.6%	29.6%
순이익	102.4	50.9	128.6	52.8	39.5	51.2	91.2	66.8	334.8	248.7	347.9
(YoY)	13.3%	-46.1%	37.9%	178.2%	-61.4%	0.4%	-29.1%	26.6%	12.6%	-25.7%	39.9%
NPM	27.1%	14.0%	31.7%	14.2%	18.6%	22.9%	24.4%	15.8%	22.0%	20.2%	22.4%

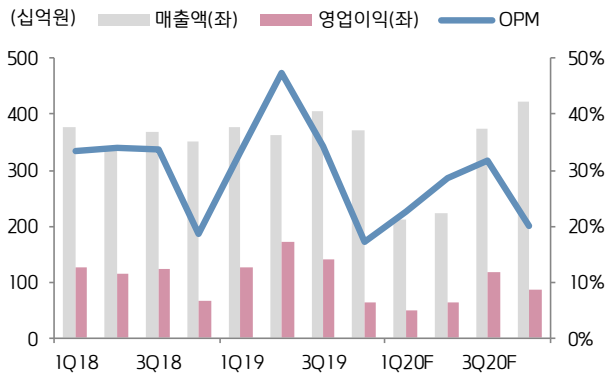
자료: 강원랜드, 키움증권

강원랜드 주요 지표 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
입장객(천명)	745.6	668.7	784.8	696.1	419.2	434.2	733.0	791.6	2,895.2	2,378.0	2,974.1
(YoY)	2.1%	0.8%	0.9%	2.3%	-43.8%	-35.1%	-6.6%	13.7%	1.5%	-17.9%	25.1%
드랩액(십억원)	1,567.8	1,589.8	1,720.6	1,652.0	914.5	1,013.6	1,562.5	1,790.8	6,530.2	5,281.4	6,732.5
(YoY)	1.1%	7.8%	8.2%	8.8%	-41.7%	-36.2%	-9.2%	8.4%	6.5%	-19.1%	27.5%
인당 드랩(백만원)	2.1	2.4	2.2	2.4	2.2	2.3	2.1	2.3	2.3	2.2	2.3
(YoY)	-1.0%	6.9%	7.2%	6.4%	3.8%	-1.8%	-2.8%	-4.7%	4.9%	-1.5%	1.9%
홀드율	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	22.8%	22.8%	22.8%	22.9%	22.7%	22.8%	22.7%
(YoY, %p)	-0.4%	-0.3%	0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.0%	0.2%	0.7%	-0.1%	0.2%	-0.1%
테이블(대)	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
VIP	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
일반	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
슬롯머신(대)	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360

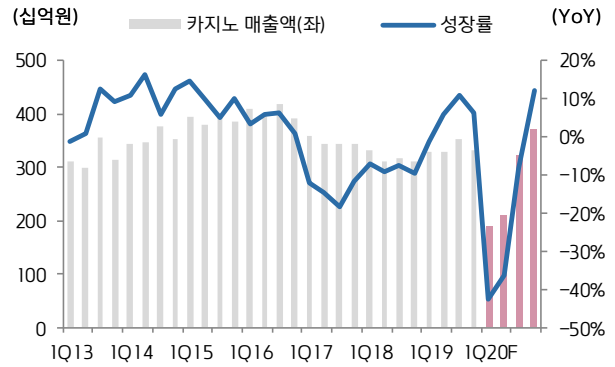
자료: 강원랜드, 키움증권

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추정 (K-IFRS 연결)



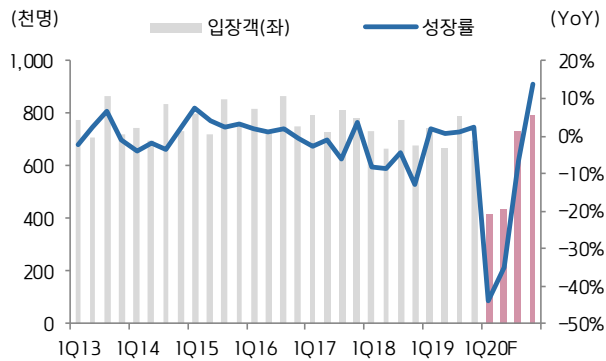
자료: 강원랜드, 키움증권

카지노 매출액 추이 및 성장률



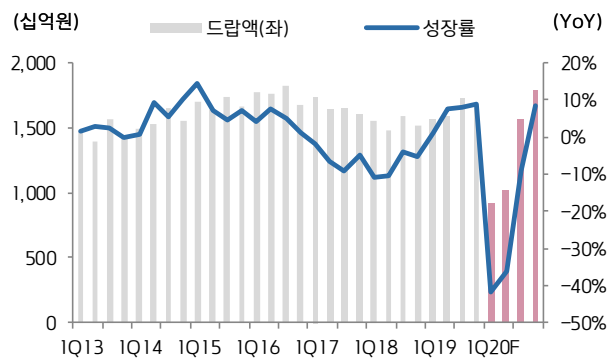
자료: 강원랜드, 키움증권

입장객 추이 및 전망



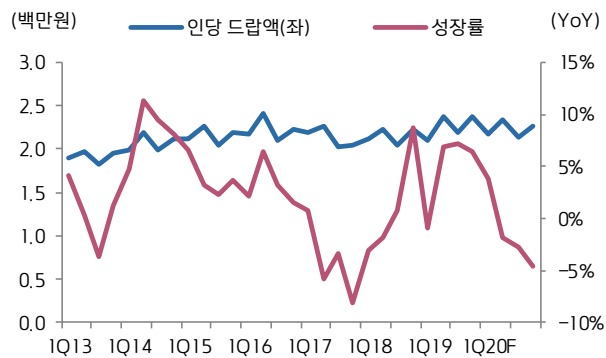
자료: 강원랜드, 키움증권

드랩액 추이 및 성장률



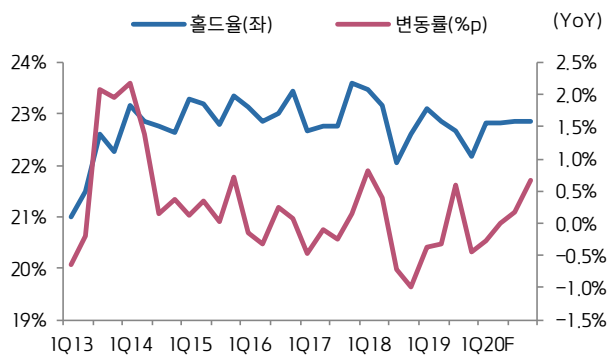
자료: 강원랜드, 키움증권

인당 드랩액 추이 및 전망



자료: 강원랜드, 키움증권

카지노 홀드올 추이



자료: 강원랜드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	1,438.1	1,520.1	1,233.3	1,555.3	1,623.4
매출원가	729.6	736.7	650.2	773.8	806.5
<b>매출총이익</b>	708.5	783.4	583.1	781.5	816.9
판관비	277.8	282.3	268.0	320.7	333.7
<b>영업이익</b>	430.7	501.2	315.1	460.8	483.1
<b>EBITDA</b>	496.8	573.5	391.1	537.4	561.0
<b>영업외손익</b>	-20.0	-12.2	23.9	21.2	20.1
이자수익	44.0	43.6	43.5	46.9	49.9
이자비용	0.2	2.0	2.0	2.0	2.0
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	-63.7	-54.0	-17.8	-23.9	-28.0
<b>법인세차감전이익</b>	410.7	488.9	339.0	482.1	503.3
법인세비용	113.5	154.3	90.2	134.2	140.1
<b>계속사업순손익</b>	297.2	334.7	248.8	347.9	363.2
<b>당기순이익</b>	297.2	334.7	248.8	347.9	363.2
<b>지배주주순이익</b>	297.3	334.7	248.8	347.9	363.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-7.1	5.7	-18.9	26.1	4.4
영업이익 증감율	-18.9	16.4	-37.1	46.2	4.8
EBITDA 증감율	-17.9	15.4	-31.8	37.4	4.4
지배주주순이익 증감율	-32.1	12.6	-25.7	39.8	4.4
EPS 증감율	-32.1	12.6	-25.7	39.9	4.4
매출총이익률(%)	49.3	51.5	47.3	50.2	50.3
영업이익률(%)	29.9	33.0	25.5	29.6	29.8
EBITDA Margin(%)	34.5	37.7	31.7	34.6	34.6
지배주주순이익률(%)	20.7	22.0	20.2	22.4	22.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	363.9	407.9	250.4	328.2	352.0
당기순이익	297.2	334.7	248.8	347.9	363.2
비현금항목의 가감	195.3	167.1	19.7	60.6	64.9
유형자산감가상각비	66.0	72.1	74.9	75.5	76.7
무형자산감가상각비	0.1	0.2	1.1	1.0	1.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	129.2	94.8	-56.3	-15.9	-12.9
영업활동자산부채증감	-39.2	-40.1	30.7	8.9	16.0
매출채권및기타채권의감소	-8.4	5.5	6.5	-7.3	-1.5
재고자산의감소	0.2	-2.5	0.7	-0.8	-0.2
매입채무및기타채무의증가	12.9	-4.6	9.3	16.2	16.0
기타	-43.9	-38.5	14.2	0.8	1.7
기타현금흐름	-89.4	-53.8	-48.8	-89.2	-92.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-202.0	-211.3	-80.3	31.4	-147.7
유형자산의 취득	-103.3	-79.6	-85.0	-95.0	-95.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-1.4	-0.7	-1.5	-1.0
투자자산의감소(증가)	-455.6	-55.3	0.1	33.2	-39.9
단기금융자산의감소(증가)	350.5	-115.8	-35.3	54.1	-52.4
기타	6.3	40.8	40.6	40.6	40.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	-202.4	-184.8	-184.7	-184.7	-184.7
차입금의 증가(감소)	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-200.7	-182.5	-182.5	-182.5	-182.5
기타	-0.1	-2.3	-2.2	-2.2	-2.2
기타현금흐름	-16.2	0.0	58.2	54.5	57.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-56.7	11.8	43.6	229.4	76.8
기초현금 및 현금성자산	105.6	48.9	60.7	104.3	333.7
기말현금 및 현금성자산	48.9	60.7	104.3	333.7	410.5

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	1,759.0	1,878.2	1,950.2	2,133.8	2,265.1
현금 및 현금성자산	48.9	60.7	104.2	333.6	410.5
단기금융자산	1,651.0	1,766.8	1,802.1	1,748.0	1,800.5
매출채권 및 기타채권	43.9	34.3	27.8	35.1	36.6
재고자산	1.1	3.6	3.0	3.7	3.9
기타유동자산	14.1	12.8	13.1	13.4	13.6
<b>비유동자산</b>	2,472.2	2,559.9	2,569.5	2,560.0	2,619.0
투자자산	981.0	1,036.3	1,036.2	1,002.9	1,042.8
유형자산	1,314.0	1,370.6	1,380.7	1,400.1	1,418.4
무형자산	0.9	3.9	3.5	4.0	3.8
기타비유동자산	176.3	149.1	149.1	153.0	154.0
<b>자산총계</b>	4,231.2	4,438.1	4,519.7	4,693.8	4,884.1
<b>유동부채</b>	636.0	651.3	660.7	676.9	692.9
매입채무 및 기타채무	459.5	506.4	515.7	531.9	547.9
단기금융부채	0.0	2.4	2.4	2.4	2.4
기타유동부채	176.5	142.5	142.6	142.6	142.6
<b>비유동부채</b>	8.4	69.0	83.5	84.5	86.5
장기금융부채	0.0	65.6	65.6	65.6	65.6
기타비유동부채	8.4	3.4	17.9	18.9	20.9
<b>부채총계</b>	644.5	720.4	744.2	761.4	779.4
<b>지배지분</b>	3,586.7	3,717.7	3,775.5	3,932.4	4,104.7
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타자본	-174.1	-174.1	-174.1	-174.1	-174.1
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	-8.5	-17.0	-25.5
이익잉여금	3,524.5	3,655.5	3,721.8	3,887.2	4,068.0
비지배지분	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	3,586.8	3,717.8	3,775.5	3,932.5	4,104.7
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,390	1,564	1,163	1,626	1,698
BPS	16,765	17,377	17,647	18,381	19,186
CFPS	2,302	2,345	1,255	1,909	2,001
DPS	900	900	900	900	900
<b>주가배수(배)</b>					
PER	23.0	18.9	20.4	14.6	14.0
PER(최고)	24.6	22.1	25.6		
PER(최저)	18.2	17.7	13.8		
PBR	1.91	1.70	1.34	1.29	1.24
PBR(최고)	2.04	1.99	1.69		
PBR(최저)	1.51	1.59	0.91		
PSR	4.76	4.17	4.11	3.26	3.12
PCFR	13.9	12.6	18.9	12.4	11.8
EV/EBITDA	10.4	8.0	8.3	5.7	5.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	61.4	54.5	73.4	52.4	50.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.8	3.0	3.8	3.8	3.8
ROA	7.1	7.7	5.6	7.6	7.6
ROE	8.4	9.2	6.6	9.0	9.0
ROIC	42.5	47.4	29.7	42.3	43.8
매출채권회전율	36.8	38.9	39.7	49.5	45.3
재고자산회전율	1,174.7	635.3	374.5	466.3	427.0
부채비율	18.0	19.4	19.7	19.4	19.0
순차입금비율	-47.4	-47.3	-48.7	-51.2	-52.2
이자보상배율	1,834.7	255.6	160.7	235.0	246.4
<b>총차입금</b>	0.0	68.0	68.0	68.0	68.0
<b>순차입금</b>	-1,699.8	-1,759.4	-1,838.3	-2,013.6	-2,143.0
<b>NOPLAT</b>	496.8	573.5	391.1	537.4	561.0
<b>FCF</b>	233.8	314.9	252.3	319.8	344.6

Compliance Notice

- 당사는 4월 16일 현재 '강원랜드(035250)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

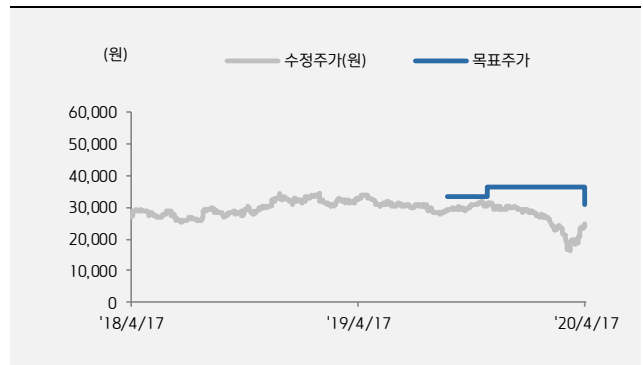
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
강원랜드	2019-09-09	Outperform(Initiate)	33,500원	6개월	-9.99	-4.63
(035250)	2019-11-11	Outperform(Maintain)	36,500원	6개월	-17.89	-13.70
	2020-01-10	BUY(Upgrade)	36,500원	6개월	-27.61	-13.70
	2020-04-17	BUY(Maintain)	31,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%