



BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원
주가(05/12): 23,800원

시가총액: 50,918억원



미디어/엔터/레저

Analyst 이남수

02) 3787-5115

namsu.lee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (05/12)	1,922.17pt
52주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	32,500원 -26.8%
등락률	16,250원 46.5%
수익률	절대 상대
1M	-1.2% -4.4%
6M	-24.0% -15.3%
1Y	-26.4% -19.3%

Company Data

발행주식수	213,941 천주
일평균 거래량(3M)	907천주
외국인 지분율	26.8%
배당수익률(20E)	3.8%
BPS(20E)	16,692원
주요 주주	한국광해관리공단
	36.3%

투자지표

(십억원, IFRS)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,438.1	1,520.1	1,233.9	1,554.4
영업이익	430.7	501.2	77.5	457.2
EBITDA	496.8	573.5	153.5	533.7
세전이익	410.7	488.9	52.7	473.7
순이익	297.2	334.7	44.3	341.9
지배주주지분순이익	297.3	334.7	44.3	341.9
EPS(원)	1,390	1,564	207	1,598
증감률(% YoY)	-32.1	12.6	-86.8	672.3
PER(배)	23.0	18.9	115.0	14.9
PBR(배)	1.91	1.70	1.43	1.37
EV/EBITDA(배)	10.4	8.0	22.5	6.2
영업이익률(%)	29.9	33.0	6.3	29.4
ROE(%)	8.4	9.2	1.2	9.4
순차입금비율(%)	-47.4	-47.3	-45.8	-48.4

자료: 키움증권

Price Trend

 1Q20 Review

강원랜드 (035250)

펀더멘털이 흔들릴 염려는 없다



강원랜드는 강원도의 폐광지역개발기금 과소징수분 부과 통지에 대한 부과 처분액 1,887억원을 일시에 반영하며 전년 동기대비 적자전환 하였습니다. 하지만 5월 8일 카지노가 단계적으로 재개장함에 따라 코로나19로 인한 해외여행의 국내여행 전환 수혜가 발생할 것으로 기대되고, 폐광기금 이슈로 인한 카지노의 펀더멘털이 흔들릴 우려는 발생하지 않을 것으로 판단합니다.

>>> 1Q20 영업손실 1,868억원(적자전환)

1분기 휴장일수 38일이 발생하여 매출 손실이 발생한 가운데, 합산 매출액 2,360억원(YoY -37.5%), 카지노 2,000억원(YoY -39.2%), 비카지노 360억원(YoY -25.6%)으로 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다.

다만, 매출 감소에도 불구하고 인건비 등의 비용 집행의 감소 폭이 크지 않아 폐광지역개발기금의 1회성 요인을 고려하지 않더라도 컨센서스 대비 낮은 영업이익을 달성한 것으로 추정된다.

이는 향후 비용 집행과 관련한 제한적 감소분만 적용될 것으로 예상되어 매출 회복 시 까지 단기적 실적 하락은 불가피할 것으로 판단한다.

>>> 해외여행의 국내여행으로의 전환 효과 기대

강원랜드는 5월 8일 카지노 회원영업장의 단계적 개장을 시작으로 2월 23일부터 지속된 휴장을 종료하고 영업을 재개하였다. 다만 최근 증가한 코로나19 확진자 추이에 따라 다시 휴장에 돌입할 수 있는 가능성도 열려 있어 리스크 관리가 필요한 시점으로 판단한다.

하지만, 3분기부터는 여행 성수기에 돌입함에 따라 제한적인 해외여행이 국내 여행으로 전환되어 완전 재개장 시 빠른 수요 회복을 보일 것으로 예상해 전년 수준의 매출과 이익에 균접할 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원 유지

2020년은 코로나19로 인한 매출 감소가 발생하고 폐광지역개발기금 과소징수분에 대한 비용 부담이 더해지며 부진한 실적을 달성할 것으로 보인다.

현재 폐광기금 과소징수분에 적용된 사항이 향후에도 발생한다면 25% 수준의 폐광기금 추가 납부가 예상되어 순이익 감소는 불가피할 것으로 추정한다.

하지만 폐광지역개발기금 추가 납부와 관련한 사항이 카지노 영업에 대한 펀더멘털을 훼손시킬 가능성이 없고, 카지노 영업 재허가 시 영업시간 및 카지노 테이블 가동률 증가 등이 발생할 가능성도 있기 때문에 투자의견 BUY와 31,000원은 유지한다.

강원랜드 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	377.4	364.3	405.5	372.8	236.0	270.6	372.6	354.8	1,520.1	1,233.9	1,554.4
(YoY)	-0.3%	7.5%	9.9%	6.0%	-37.5%	-25.7%	-8.1%	-4.8%	5.7%	-18.8%	26.0%
카지노	329.0	329.1	352.5	331.6	200.0	254.7	322.2	318.2	1,342.3	1,095.0	1,387.0
호텔	25.8	24.8	30.9	25.4	17.9	10.1	28.2	24.0	106.9	80.2	100.2
콘도	9.3	4.2	9.3	7.0	7.5	1.9	7.0	7.4	29.7	23.8	26.2
스키	11.0	0.7	1.0	5.9	9.8	0.4	0.5	1.4	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	0.7	0.9	11.0	2.0	13.2	14.5	17.4
마신제조	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5
자회사	0.7	0.9	0.5	0.4	0.2	0.5	0.6	0.8	2.5	2.1	2.2
매출원가	180.6	135.4	187.6	233.0	158.1	128.6	175.1	213.9	736.7	675.5	780.7
(YoY)	5.1%	-16.2%	9.8%	3.5%	-12.5%	-5.1%	-6.7%	-8.2%	1.0%	-8.3%	15.6%
카지노	110.9	84.7	116.9	149.0	88.3	91.0	112.8	140.2	461.5	432.4	504.5
호텔	35.5	26.9	39.0	42.9	35.3	16.3	34.4	41.5	144.4	127.4	150.2
콘도	16.1	10.9	15.1	17.3	16.6	7.8	12.4	17.5	59.3	54.2	57.0
스키	11.3	5.1	6.9	12.6	11.2	5.2	5.7	5.4	35.9	27.5	33.2
골프	1.1	1.9	1.7	2.0	1.1	1.7	1.4	1.7	6.7	5.9	6.9
워터월드	5.0	5.1	7.5	5.9	5.2	5.9	7.8	5.1	23.5	23.9	24.8
마신제조	0.0	0.0	0.1	0.1	0.5	0.1	0.1	0.1	0.2	0.7	0.3
자회사	0.7	0.8	0.4	2.3	-0.1	0.6	0.6	2.4	4.1	3.5	3.8
매출총이익	196.8	228.8	218.0	139.8	78.0	142.0	197.5	140.9	783.4	558.4	773.7
(YoY)	-4.7%	29.3%	10.0%	10.4%	-60.4%	-37.9%	-9.4%	0.8%	10.6%	-28.7%	38.6%
GPM	52.1%	62.8%	53.7%	37.5%	33.0%	52.5%	53.0%	39.7%	51.5%	45.3%	49.8%
판관비	71.7	55.9	78.7	75.6	264.7	51.4	82.5	82.3	282.0	481.0	316.5
(YoY)	-11.0%	-9.8%	6.0%	24.2%	269.2%	-8.2%	4.8%	8.9%	1.5%	70.6%	-34.2%
영업이익	125.1	172.9	139.2	64.2	-186.8	90.6	115.0	58.6	501.4	77.4	457.2
(YoY)	-0.7%	50.3%	12.3%	-2.4%	적전	-47.6%	-17.4%	-8.8%	16.4%	-84.6%	490.6%
OPM	33.1%	47.5%	34.3%	17.2%	-79.1%	33.5%	30.9%	16.5%	33.0%	6.3%	29.4%
순이익	102.4	50.9	128.6	52.8	-156.1	68.7	86.5	45.2	334.8	44.2	341.9
(YoY)	13.3%	-46.1%	37.9%	178.2%	적전	34.8%	-32.7%	-14.4%	12.6%	-86.8%	672.7%
NPM	27.1%	14.0%	31.7%	14.2%	-66.1%	25.4%	23.2%	12.7%	22.0%	3.6%	22.0%

자료: 강원랜드, 키움증권

강원랜드 1Q20 실적 Review

(십억원)	1Q20P	1Q19	(YoY)	4Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	236.0	377.4	-37.5%	372.8	-36.7%	229.7	2.7%	212.3	11.1%
영업이익	-186.8	125.1	적전	64.2	-390.8%	41.7	적전	48.2	적전
순이익	-156.1	102.4	적전	52.8	-395.9%	32.4	적전	39.5	적전

자료: 강원랜드, FnGuide, 키움증권

강원랜드 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	2019	변경 전			변경 후			차이		
		2Q20F	2020F	2021F	2Q20F	2020F	2021F	2Q20F	2020F	2021F
매출액	1,520.1	223.5	1,233.3	1,555.3	270.6	1,233.9	1,554.4	21.0%	0.0%	-0.1%
영업이익	501.4	63.7	315.2	460.9	90.6	77.4	457.2	42.3%	-75.4%	-0.8%
순이익	334.8	51.2	248.7	347.9	68.7	44.2	341.9	34.2%	-82.2%	-1.7%

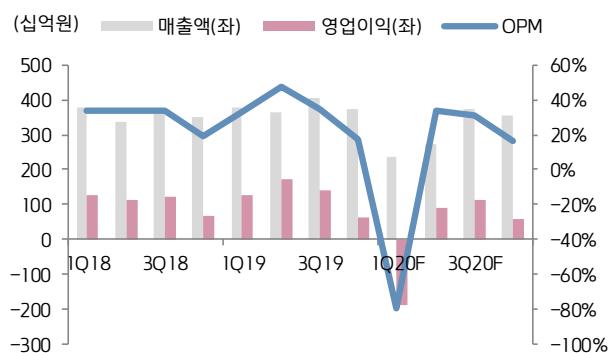
자료: 키움증권

강원랜드 주요 지표 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
입장객(천명)	745.6	668.7	784.8	696.1	434.3	528.6	733.0	682.0	2,895.2	2,378.0	2,974.1
(YoY)	2.1%	0.8%	0.9%	2.3%	-41.7%	-20.9%	-6.6%	-2.0%	1.5%	-17.9%	25.1%
드립액(십억원)	1,567.8	1,589.8	1,720.6	1,652.0	1,011.5	1,234.2	1,562.5	1,542.9	6,530.2	5,351.0	6,770.8
(YoY)	1.1%	7.8%	8.2%	8.8%	-35.5%	-22.4%	-9.2%	-6.6%	6.5%	-18.1%	26.5%
인당 드립(백만원)	2.1	2.4	2.2	2.4	2.3	2.3	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
(YoY)	-1.0%	6.9%	7.2%	6.4%	10.8%	-1.8%	-2.8%	-4.7%	4.9%	-0.2%	1.2%
홀드율	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	21.9%	22.8%	22.8%	22.8%	22.7%	22.6%	22.6%
(YoY, %p)	-0.4%	-0.3%	0.6%	-0.4%	-1.2%	-0.1%	0.1%	0.6%	-0.1%	-0.1%	0.0%
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

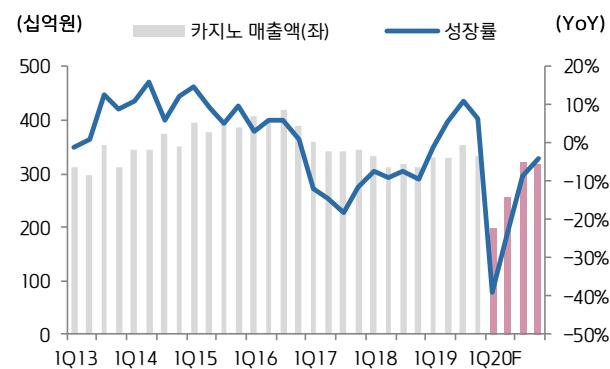
자료: 강원랜드, 키움증권

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추정 (K-IFRS 연결)



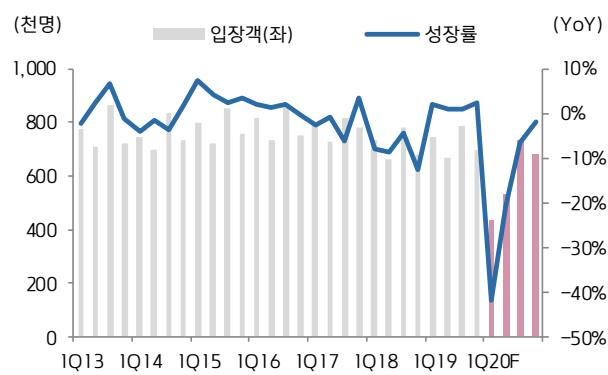
자료: 강원랜드, 키움증권

카지노 매출액 추이 및 성장률



자료: 강원랜드, 키움증권

입장객 추이 및 전망



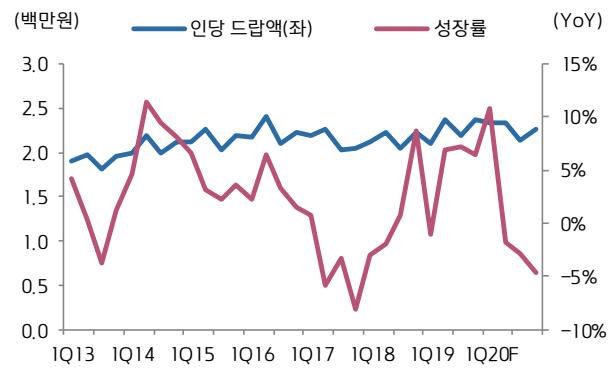
자료: 강원랜드, 키움증권

드랍액 추이 및 성장률



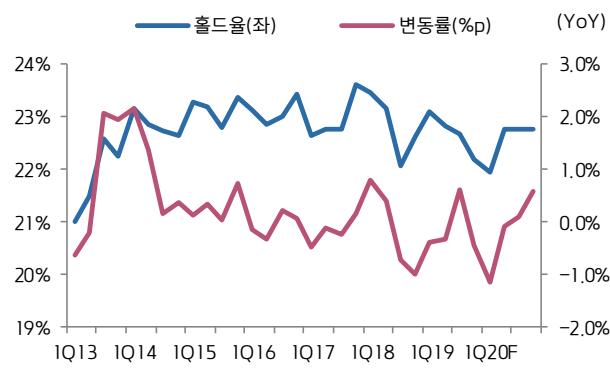
자료: 강원랜드, 키움증권

인당 드랍액 추이 및 전망



자료: 강원랜드, 키움증권

카지노 홀드율 추이



자료: 강원랜드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,438.1	1,520.1	1,233.9	1,554.4	1,622.5
매출원가	729.6	736.7	675.5	780.7	817.2
매출총이익	708.5	783.4	558.4	773.7	805.3
판관비	277.8	282.3	480.9	316.5	329.4
영업이익	430.7	501.2	77.5	457.2	475.9
EBITDA	496.8	573.5	153.5	533.7	553.7
영업외손익	-20.0	-12.2	-24.8	16.5	15.2
이자수익	44.0	43.6	38.8	42.2	44.9
이자비용	0.2	2.0	2.0	2.0	2.0
외화관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증속 및 관계기업손익	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	-63.7	-54.0	-61.8	-23.9	-27.9
법인세차감전이익	410.7	488.9	52.7	473.7	491.0
법인세비용	113.5	154.3	8.4	131.8	136.7
계속사업순손익	297.2	334.7	44.3	341.9	354.4
당기순이익	297.2	334.7	44.3	341.9	354.4
지배주주순이익	297.3	334.7	44.3	341.9	354.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.1	5.7	-18.8	26.0	4.4
영업이익 증감율	-18.9	16.4	-84.5	489.9	4.1
EBITDA 증감율	-17.9	15.4	-73.2	247.7	3.7
지배주주순이익 증감율	-32.1	12.6	-86.8	671.8	3.7
EPS 증감율	-32.1	12.6	-86.8	672.3	3.7
매출총이익률(%)	49.3	51.5	45.3	49.8	49.6
영업이익률(%)	29.9	33.0	6.3	29.4	29.3
EBITDA Margin(%)	34.5	37.7	12.4	34.3	34.1
지배주주순이익률(%)	20.7	22.0	3.6	22.0	21.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	363.9	407.9	45.9	322.2	343.2
당기순이익	297.2	334.7	44.3	341.9	354.4
비현금항목의 가감	195.3	167.1	-57.5	63.0	66.5
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	-133.5	-13.5	-11.3
영업활동자산부채증감	-39.2	-40.1	30.7	8.9	16.0
매출채권및기타채권의감소	-8.4	5.5	6.5	-7.2	-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	0.7	1.7
기타현금흐름	-89.4	-53.8	28.4	-91.6	-93.7
투자활동 현금흐름	-202.0	-211.3	43.4	27.7	-144.1
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	88.3	50.4	-48.8
기타	6.3	40.8	40.7	40.6	40.6
재무활동 현금흐름	-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
현금 및 현금성자산의 순증가	-56.7	11.8	-37.2	219.7	71.6
기초현금 및 현금성자산	105.6	48.9	60.7	23.5	243.1
기말현금 및 현금성자산	48.9	60.7	23.5	243.1	314.8

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,759.0	1,878.2	1,745.7	1,923.4	2,045.8
현금 및 현금성자산	48.9	60.7	23.4	243.2	314.8
단기금융자산	1,651.0	1,766.8	1,678.4	1,628.1	1,676.9
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	13.3	13.6
비유동자산	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
자산총계	4,231.2	4,438.1	4,315.2	4,483.4	4,664.8
유동부채	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
비유동부채	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
부채총계	644.5	720.4	744.2	761.4	779.4
자본지분	3,586.7	3,717.7	3,571.0	3,721.9	3,885.3
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	3,517.3	3,676.7	3,848.6
비자본지분	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
자본총계	3,586.8	3,717.8	3,571.1	3,722.0	3,885.4
투자지표					
					(단위 :원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,390	1,564	207	1,598	1,657
BPS	16,765	17,377	16,692	17,397	18,161
CFPS	2,302	2,345	-62	1,893	1,967
DPS	900	900	900	900	900
주가배수(배)					
PER	23.0	18.9	115.0	14.9	14.4
PER(최고)	24.6	22.1	143.8		
PER(최저)	18.2	17.7	77.3		
PBR	1.91	1.70	1.43	1.37	1.31
PBR(최고)	2.04	1.99	1.78		
PBR(최저)	1.51	1.59	0.96		
PSR	4.76	4.17	4.13	3.28	3.14
PCFR	13.9	12.6	-385.6	12.6	12.1
EV/EBITDA	10.4	8.0	22.5	6.2	5.7
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	61.4	54.5	412.2	53.4	51.5
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.8	3.0	3.8	3.8	3.8
ROA	7.1	7.7	1.0	7.8	7.7
ROE	8.4	9.2	1.2	9.4	9.3
ROIC	42.5	47.4	8.4	41.9	43.1
매출채권회전율	36.8	38.9	39.7	49.4	45.3
재고자산회전율	1,174.7	635.3	374.6	466.0	427.0
부채비율	18.0	19.4	20.8	20.5	20.1
순차입금비율	-47.4	-47.3	-45.8	-48.4	-49.5
이자보상배율	1,834.7	255.6	39.5	233.2	242.7
총차입금	0.0	68.0	68.0	68.0	68.0
순차입금	-1,699.8	-1,759.4	-1,633.8	-1,803.2	-1,923.7
NOPLAT	496.8	573.5	153.5	533.7	553.7
FCF	233.8	314.9	86.1	317.2	339.4

Compliance Notice

- 당사는 5월 12일 현재 '강원랜드(035250)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

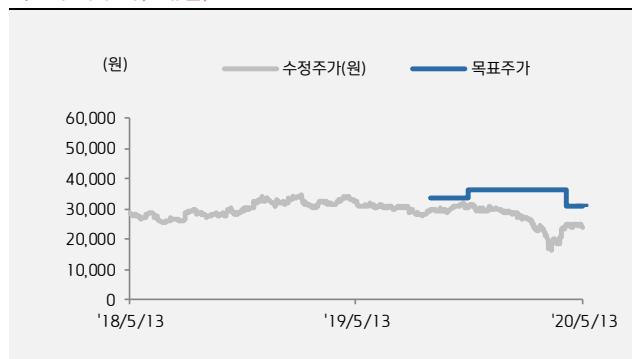
고지사항

- 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 일제의 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	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
강원랜드 (035250)	2019-09-09	Outperform(Initiate)	33,500원	6개월	-9.99	-4.63
	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	-21.94	-20.32
	2020-05-13	BUY(Maintain)	31,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)**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%