



# BUY(Maintain)

목표주가: 29,500원(하향)

주가(1/18): 24,350원

시가총액: 52,095억원

## 미디어/엔터/레저

Analyst 이남수

02) 3787-5115 namsu.lee@kiwoom.com

RA 이한결

02) 3787-3759 gksruf9212@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (1/18)		3,013.93pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,850원	16,250원
등락률	-15.6%	49.8%
수익률	절대	상대
1M	5.0%	-3.5%
6M	-0.2%	-27.1%
1Y	-26.4%	-19.3%

### Company Data

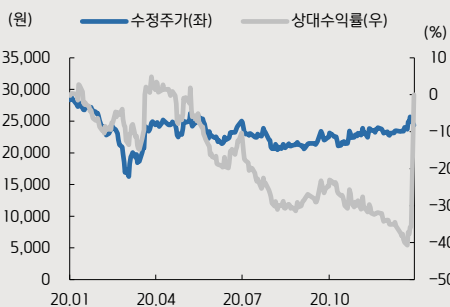
발행주식수	213,941	전주
일평균 거래량(3M)	939	전주
외국인 지분율	22.4%	
배당수익률(20E)	1.9%	
BPS(20E)	15,474원	
주요 주주	한국광해관리공단	36.3%

### 투자지표

(십억원, IFRS)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,438.1	1,520.1	462.2	933.7
영업이익	430.7	501.2	-429.5	88.0
EBITDA	496.8	573.5	-353.5	164.5
세전이익	410.7	488.9	-435.6	91.1
순이익	297.2	334.7	-307.5	64.4
지배주주지분순이익	297.3	334.7	-307.5	64.4
EPS(원)	1,390	1,564	-1,437	301
증감률(% YoY)	-32.1	12.6	적전	흑전
PER(배)	23.0	18.9	-16.3	83.8
PBR(배)	1.91	1.70	1.52	1.69
EV/EBITDA(배)	10.4	8.0	-10.5	25.4
영업이익률(%)	29.9	33.0	-92.9	9.4
ROE(%)	8.4	9.2	-8.8	2.0
순차입금비율(%)	-47.4	-47.3	-39.6	-38.0

자료: 키움증권

### Price Trend



# 강원랜드 (035250)

## 2021년 하반기 정상화 전망



카지노 및 복합리조트 운영과 관련한 변동비 축소에도 불구하고 인건비 등 고정비용 부담에 따라 2020년은 최대 손실을 기록하는 한 해가 될 것으로 전망합니다. 다만 백신 접종, 치료제 도입 등에 따라 2021년 하반기 이후 본격적 국내외 여행 재개 등이 발생할 것으로 예상하여 테이블 증가, 운영시간 확대 등 개선된 카지노 운영 상황에 따라 탄력적인 실적 회복을 전망합니다.

### >>> 4Q20 영업손실 741원(적자전환)

4분기에는 VIP 및 Mass가 57일간(10.12 ~ 12.7) 동시 운영되며 분기 초 실적 개선에 대한 기대감이 높아졌었다. 하지만 12월 8일 거리두기 단계 상향 이후 휴장에 돌입함으로써 4분기 매출액은 1,149억원(yoy -69.2%)을 달성할 것으로 전망한다.

카지노 영업과 관련한 변동비 성격의 관광진흥기금, 개별소비세, 폐광기금 등은 대폭 감소하겠지만 고정비 부담이 여전히 높아 영업손실 741억원(적전)을 기록하며 컨센서스를 하회할 것으로 판단한다. 다만 분기 초 VIP·Mass 고객이 동시 입장 효과가 나타나 카지노 매출액은 934억원(yoy -71.8%)으로 3분기 대비 성장할 것으로 보여 향후 Mass 고객 영업 확대가 실적 개선의 주요 포인트로 작용할 것으로 보인다.

### >>> 백신 접종 후 2021년 하반기부터 정상화 전망

강원랜드는 카지노 복합리조트로서 전체 매출에서 차지하는 카지노 매출비중이 최근 3년 평균 89%에 달한다. 따라서 카지노 영업을 근간으로 골프, 스키, 워터파크 등의 시설을 활용한 기존 카지노 고객 외 추가적인 카지노 트래픽을 증가시키는 전략이 중요하다.

2분기부터 휴장 및 개장을 번갈아 가며 Mass고객 ARS 추천 입장, 슬롯머신 및 전자테이블 위주의 영업 등의 제한적 대응을 펼쳤다. 하지만 4분기 VIP·Mass 동시 입장이 가장 큰 효과를 발휘한 것으로 판단하고, 백신 접종이 시작되고 거리두기 단계 하향이 지속되는 하반기로 접어들수록 탄력적 정상화를 전망한다. 또한 2021년부터 카지노 테이블 20대, 운영시간 2시간이 확대 허가되며 트래픽 증가 시 실적 개선의 속도감이 붙을 것으로 보인다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 29,500원으로 하향

2020년은 코로나19 및 폐광지역개발기금 과소징수분 부담이 더해지며 4,295억원의 영업손실을 전망한다. 하지만 올 하반기 이후 백신 접종 등에 따른 탄력적 정상화를 예상하며 2021년 880억원(흑전)을 예상한다. 이에 2021년 하반기부터 2020년 상반기 기준 12M Forward EPS에 Target P/E 22.8배(2012~2019 평균 PER의 20% 할증)를 적용하여 투자의견 BUY는 유지하고 목표주가를 29,500원으로 하향한다.

강원랜드 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	377.4	364.3	405.5	372.8	236.0	34.6	76.6	114.9	1,520.1	462.2	933.7
(YoY)	-0.3%	7.5%	9.9%	6.0%	-37.5%	-90.5%	-81.1%	-69.2%	5.7%	-69.6%	102.0%
카지노	329.0	329.1	352.5	331.6	200.0	28.3	58.9	93.4	1,342.3	380.6	798.3
호텔	25.8	24.8	30.9	25.4	17.9	2.0	8.0	11.7	106.9	39.6	71.2
콘도	9.3	4.2	9.3	7.0	7.5	1.5	4.9	6.4	29.7	20.2	28.3
스키	11.0	0.7	1.0	5.9	9.8	0.4	0.6	0.7	18.6	11.6	12.1
골프	0.0	2.2	3.1	1.0	0.0	2.2	3.8	1.5	6.3	7.6	9.9
워터월드	1.5	2.4	8.1	1.2	0.7	0.0	0.0	0.2	13.2	0.9	12.0
머신제조	0.0	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
자회사	0.7	0.9	0.5	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	2.5	1.2	1.3
매출원가	180.6	135.4	187.6	233.0	158.1	118.3	115.0	155.2	736.7	546.5	654.8
(YoY)	5.1%	-16.2%	9.8%	3.5%	-12.5%	-12.7%	-38.7%	-33.4%	1.0%	-25.8%	19.8%
카지노	110.9	84.7	116.9	149.0	88.3	64.5	63.2	93.0	461.5	309.0	392.5
호텔	35.5	26.9	39.0	42.9	35.3	27.6	26.1	35.2	144.4	124.1	138.4
콘도	16.1	10.9	15.1	17.3	16.6	13.0	13.3	15.6	59.3	58.4	59.6
스키	11.3	5.1	6.9	12.6	11.2	6.2	7.0	5.2	35.9	29.7	37.8
골프	1.1	1.9	1.7	2.0	1.1	2.1	2.0	1.7	6.7	6.9	10.2
워터월드	5.0	5.1	7.5	5.9	5.2	4.1	2.8	3.3	23.5	15.4	13.9
머신제조	0.0	0.0	0.1	0.1	0.5	0.4	0.6	0.1	0.2	1.5	0.3
자회사	0.7	0.8	0.4	2.3	-0.1	0.2	0.0	1.2	4.1	1.4	2.1
매출총이익	196.8	228.8	218.0	139.8	78.0	-83.6	-38.4	-40.2	783.4	-84.3	278.9
(YoY)	-4.7%	29.3%	10.0%	10.4%	-60.4%	적전	적전	-128.8%	10.6%	-110.8%	-430.8%
GPM	52.1%	62.8%	53.7%	37.5%	33.0%	-241.5%	-50.1%	-35.0%	51.5%	-18.2%	29.9%
판매비	71.7	55.9	78.7	75.6	264.7	20.2	26.5	33.9	282.0	345.2	190.9
(YoY)	-11.0%	-9.8%	6.0%	24.2%	269.2%	-64.0%	-66.4%	-55.2%	1.5%	22.4%	-44.7%
영업이익	125.1	172.9	139.2	64.2	-186.8	-103.8	-64.9	-74.1	501.4	-429.5	88.0
(YoY)	-0.7%	50.3%	12.3%	-2.4%	-249.3%	적전	적전	-215.4%	16.4%	적전	-120.5%
OPM	33.1%	47.5%	34.3%	17.2%	-79.1%	-299.7%	-84.7%	-64.5%	33.0%	-92.9%	9.4%
순이익	102.4	50.9	128.6	52.8	-156.1	-45.5	-40.9	-65.0	334.8	-307.5	64.4
(YoY)	13.3%	-46.1%	37.9%	178.2%	-252.4%	적전	적전	-223.2%	12.6%	적전	-120.9%
NPM	27.1%	14.0%	31.7%	14.2%	-66.1%	-131.5%	-53.3%	-56.6%	22.0%	-66.5%	6.9%

자료: 강원랜드, 키움증권

강원랜드 휴장 및 개장 히스토리

	Mass	VIP
2020 1Q	1.1 ~ 2.22 (53일) 개장 2.23 ~ 3.31 (38일) 휴장	
2020 2Q	4.1 ~ 6.30 (91일) 휴장	4.1 ~ 5.7 (37일) 휴장 5.8 ~ 6.30 (54일) 개장
2020 3Q	7.1 ~ 7.19 (19일) 휴장 7.20 ~ 8.21 (33일) 개장 8.22 ~ 9.30 (40일) 휴장	7.1 ~ 8.21 (52일) 개장 8.22 ~ 9.30 (40일) 휴장
2020 4Q	10.1 ~ 10.11 (11일) 휴장 10.12 ~ 12.7 (57일) 개장 12.8 ~ 12.31 (24일) 휴장	
2021 1Q	1.1 ~ 현재 휴장	

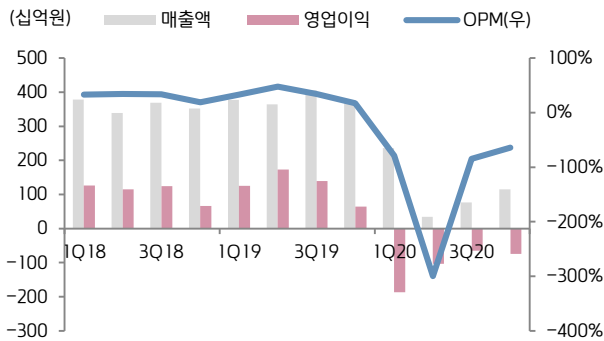
자료: 강원랜드, 키움증권

강원랜드 주요 지표 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
입장객(천명)	745.6	668.7	784.8	696.1	434.3	2.4	40.1	102.0	2,895.2	578.7	1,324.9
(YoY)	2.1%	0.8%	0.9%	2.3%	-41.7%	-99.6%	-94.9%	-85.4%	1.5%	-80.0%	128.9%
드랍액(십억원)	1,567.8	1,589.8	1,720.6	1,652.0	1,011.5	145.0	259.0	441.5	6,530.2	1,856.9	3,675.5
(YoY)	1.1%	7.8%	8.2%	8.8%	-35.5%	-90.9%	-84.9%	-73.3%	6.5%	-71.6%	97.9%
인당 드랍(백만원)	2.1	2.4	2.2	2.4	2.3	61.3	6.5	4.3	2.3	3.2	2.8
(YoY)	-1.0%	6.9%	7.2%	6.4%	10.8%	2479.2%	194.8%	82.4%	4.9%	42.3%	-13.5%
홀드올	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	21.9%	22.0%	24.5%	22.8%	22.7%	22.5%	23.9%
(YoY, %p)	-0.4%	-0.3%	0.6%	-0.4%	-1.2%	-0.9%	1.8%	0.7%	-0.1%	-0.2%	1.4%
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

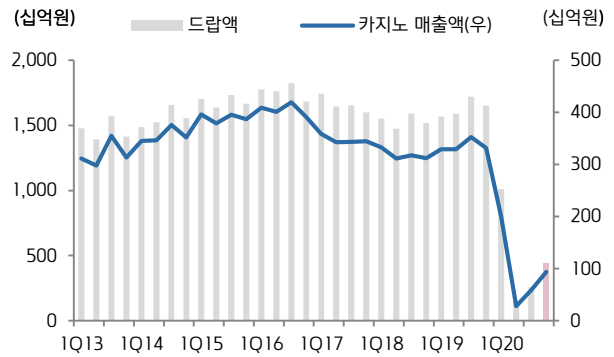
자료: 강원랜드, 키움증권

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추정 (K-IFRS 연결)



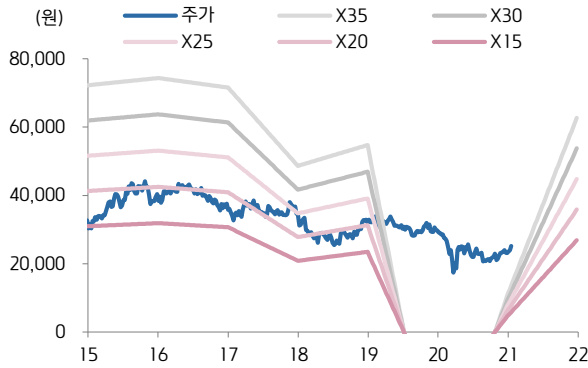
자료: 강원랜드, 키움증권

카지노 드랍액 및 매출액 추이



자료: 강원랜드, 키움증권

12M Forward PER Band



자료: Quantwise, 키움증권

12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	1,438.1	1,520.1	462.2	933.7	1,699.9
매출원가	729.6	736.7	546.5	654.8	806.2
매출총이익	708.5	783.4	-84.3	278.9	893.6
판매비	277.8	282.3	345.2	190.9	364.5
<b>영업이익</b>	430.7	501.2	-429.5	88.0	529.1
<b>EBITDA</b>	496.8	573.5	-353.5	164.5	607.0
영업외손익	-20.0	-12.2	-6.1	3.1	2.2
이자수익	44.0	43.6	31.4	28.8	36.9
이자비용	0.2	2.0	1.9	1.9	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	-35.8	-24.0	-32.9
<b>법인세차감전이익</b>	410.7	488.9	-435.6	91.1	531.3
법인세비용	113.5	154.3	-128.1	26.7	147.9
계속사업손익	297.2	334.7	-307.5	64.4	383.5
<b>당기순이익</b>	297.2	334.7	-307.5	64.4	383.5
<b>지배주주순이익</b>	297.3	334.7	-307.5	64.4	383.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-7.1	5.7	-69.6	102.0	82.1
영업이익 증감율	-18.9	16.4	-185.7	-120.5	501.3
EBITDA 증감율	-17.9	15.4	-161.6	-146.5	269.0
지배주주순이익 증감율	-32.1	12.6	-191.9	-120.9	495.5
EPS 증감율	-32.1	12.6	적전	흑전	495.7
매출총이익율(%)	49.3	51.5	-18.2	29.9	52.6
영업이익률(%)	29.9	33.0	-92.9	9.4	31.1
EBITDA Margin(%)	34.5	37.7	-76.5	17.6	35.7
지배주주순이익률(%)	20.7	22.0	-66.5	6.9	22.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	363.9	407.9	-476.6	-7.4	542.5
당기순이익	297.2	334.7	-307.5	64.4	383.5
비현금항목의 가감	195.3	167.1	-186.7	-28.7	85.7
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	-262.7	-105.2	7.9
영업활동자산부채증감	-39.2	-40.1	-140.0	-43.2	186.3
매출채권및기타채권의감소	-8.4	5.5	20.0	-10.9	-13.9
재고자산의감소	0.2	-2.5	-0.1	0.0	-0.2
매입채무및기타채무의증가	12.9	-4.6	-193.6	63.5	188.9
기타	-43.9	-38.5	33.7	-95.8	11.5
기타현금흐름	-89.4	-53.8	157.6	0.1	-113.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-202.0	-211.3	738.2	3.4	-167.7
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	200.2	0.1	0.1
단기금융자산의감소(증가)	350.5	-115.8	583.0	59.2	-112.5
기타	6.3	40.8	40.7	40.6	40.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	-202.4	-184.8	-184.7	-93.5	-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	-91.2	-182.5
기타	-0.1	-2.3	-2.2	-2.3	-2.2
기타현금흐름	-16.2	0.0	55.2	56.5	59.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-56.7	11.8	132.1	-40.9	249.3
기초현금 및 현금성자산	105.6	48.9	60.7	192.7	151.8
기말현금 및 현금성자산	48.9	60.7	192.7	151.8	401.1

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	1,759.0	1,878.2	1,404.7	1,316.1	1,692.4
현금 및 현금성자산	48.9	60.7	192.7	151.8	401.1
단기금융자산	1,651.0	1,766.8	1,183.7	1,124.5	1,237.0
매출채권 및 기타채권	43.9	34.3	14.3	25.2	39.1
재고자산	1.1	3.6	3.7	3.7	3.9
기타유동자산	14.1	12.8	10.3	10.9	11.3
<b>비유동자산</b>	2,472.2	2,559.9	2,369.4	2,393.0	2,412.0
투자자산	981.0	1,036.3	836.0	835.9	835.8
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	149.2	153.0	154.0
<b>자산총계</b>	4,231.2	4,438.1	3,774.1	3,709.1	4,104.4
<b>유동부채</b>	636.0	651.3	360.1	438.6	637.5
매입채무 및 기타채무	459.5	506.4	312.7	376.2	565.1
단기금융부채	0.0	2.4	2.4	2.4	2.4
기타유동부채	176.5	142.5	45.0	60.0	70.0
<b>비유동부채</b>	8.4	69.0	103.5	86.5	90.5
장기금융부채	0.0	65.6	62.6	64.6	66.6
기타비유동부채	8.4	3.4	40.9	21.9	23.9
<b>부채총계</b>	644.5	720.4	463.7	525.2	728.0
<b>지배지분</b>	3,586.7	3,717.7	3,310.4	3,183.8	3,376.3
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	3,256.7	3,138.7	3,339.7
비지배지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>자본총계</b>	3,586.8	3,717.8	3,310.5	3,183.9	3,376.4
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,390	1,564	-1,437	301	1,792
BPS	16,765	17,377	15,474	14,882	15,782
CFPS	2,302	2,345	-2,310	167	2,193
DPS	900	900	450	900	900
<b>주가배수(배)</b>					
PER	23.0	18.9	-16.3	83.8	14.1
PER(최고)	24.6	22.1	-20.7		
PER(최저)	18.2	17.7	-11.1		
PBR	1.91	1.70	1.52	1.69	1.60
PBR(최고)	2.04	1.99	1.92		
PBR(최저)	1.51	1.59	1.03		
PSR	4.76	4.17	10.88	5.77	3.17
PCFR	13.9	12.6	-10.2	151.2	11.5
EV/EBITDA	10.4	8.0	-10.5	25.4	6.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	61.4	54.5	-29.7	283.5	47.6
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.8	3.0	1.9	3.6	3.6
ROA	7.1	7.7	-7.5	1.7	9.8
ROE	8.4	9.2	-8.8	2.0	11.7
ROIC	42.5	47.4	-32.9	5.8	40.8
매출채권회전율	36.8	38.9	19.0	47.2	52.9
재고자산회전율	1,174.7	635.3	126.0	251.2	444.7
부채비율	18.0	19.4	14.0	16.5	21.6
순차입금비율	-47.4	-47.3	-39.6	-38.0	-46.5
이자보상배율	1,834.7	255.6	-229.1	45.5	265.9
총차입금	0.0	68.0	65.0	67.0	69.0
순차입금	-1,699.8	-1,759.4	-1,311.4	-1,209.3	-1,569.1
NOPLAT	496.8	573.5	-353.5	164.5	607.0
FCF	233.8	314.9	-452.9	-2.7	548.0

Compliance Notice

- 당사는 1월 18일 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

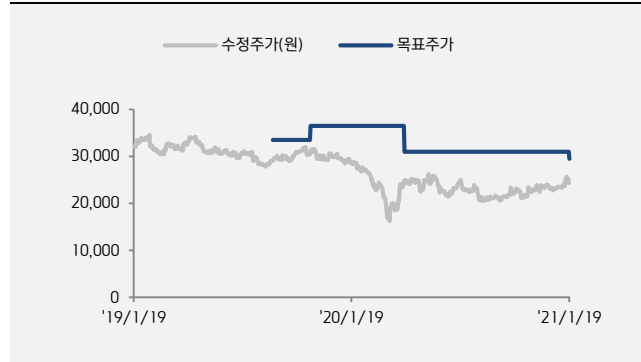
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					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	-27.64	-13.70
	2020-04-17	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.41	-18.71
	2020-05-13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.63	-15.32
	2020-06-10	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-22.95	-15.32
	2020-07-20	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-26.06	-15.32
	2021-01-19	BUY(Maintain)	29,500원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%