



강원랜드 (035250)

세금 기준 변경의 첫 분기

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 // RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(유지): 31,000원

현재 주가(4/22)	24,500원
상승여력	▲26.5%
시가총액	52,415억원
발행주식수	213,941천주
52주 최고가 / 최저가	27,050 / 20,500원
90일 일평균 거래대금	223.42억원
외국인 지분율	21.2%

주주 구성	
한국광해관리공단 (외 1인)	36.3%
강원도개발공사 (외 1인)	5.3%
자사주 (외 1인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.3	-3.2	7.0	-1.2
상대수익률(KOSPI)	-13.9	-4.3	-27.9	-68.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,520	479	714	1,494
영업이익	501	-432	-54	485
EBITDA	573	-354	20	559
지배주주순이익	335	-276	-13	401
EPS	1,564	-1,289	-60	1,873
순차입금	-1,759	-1,403	-1,430	-1,741
PER	18.9	-18.2	-410.8	13.1
PBR	1.7	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.0	-10.2	193.6	6.3
배당수익률	3.0	-	-	4.1
ROE	9.2	-7.9	-0.4	11.7

주가 추이



사회적 거리두기가 완화되지 않는다면 올해 내내 쉽지 않습니다. 그러나, 코로나만 종료된다면 레깅 없는 'V'자 반등이 가능해 2022년 실적 정상화를 전망합니다. 특히, 이번 회복 구간에서는 테이블 및 슬롯머신 가동률, 매출총량 등 규제에서 자유로울 것 같습니다.

1Q21 컨센서스 하회 추정

동사의 연결 매출액은 전년대비 -58% 급감한 1,008억 원, 영업손실은 -683억 원(컨센서스 -443억 원)을 기록할 것으로 추정된다. ① 카지노 일매출은 코로나 1.5단계였던 지난해 10~11월과 유사한 20억 원 수준으로 파악되는데, 영업일수가 적어 지난 4Q20 매출보다는 적겠다.

② 비용 이슈도 있다. 폐광기금이 기존 법인세 차감전 순이익의 25% → 매출액 대비 13%로 조정됐는데, 그 변경된 실적을 1Q21에 처음으로 인식하기 때문[표1]이다. 그 외 비용은 공기업이기 때문에 적극적으로 축소시키지도 못했다.

2022년 정상화

올해 실적은 전분기 대비 점진적으로 회복될 것으로 전망[그림1, 2]했으나... 사실 코로나 1.5단계가 계속 유지되거나, 사회적 거리두기 규제가 완화되지 않는 한 제한적인 영업 상황으로 올해 실적 회복도 기대하기 어려운 상황이다. 2년 연속 무배당일 가능성도 높다.

그러나 2022년 매출액은 1.5조 원, 영업이익 4,853억 원을 전망한다. 지난 카지노 콤팩티 보고서에서도 언급했듯이 코로나만 끝난다면, 독점 권한을 가진 국내 유일한 내국인 허용 카지노로서 탄탄한 수요를 바탕으로 레깅 없는 'V'자 반등이 유효하기 때문이다.

특히, 독점 권한은 2025 → 2045년으로 20년 추가 연장됐다. 그 대신 세금은 더 많이 내게 되었지만... 그렇기 때문에 적어도 회복 구간에서는 정부로부터 과한 규제에서는 벗어날 수 있지 않을까 기대한다. 대표적으로 테이블 및 슬롯머신 가동률, 그리고 매출총량 등이 영업을 방해하진 않을 것이라는 얘기가. 공급이 크게 늘어나 5월 이후 점점이 필요한 외인 카지노 대비 상대적 선호 의견을 유지한다.

[표1] 강원랜드 분기별/연간 영업실적 추이

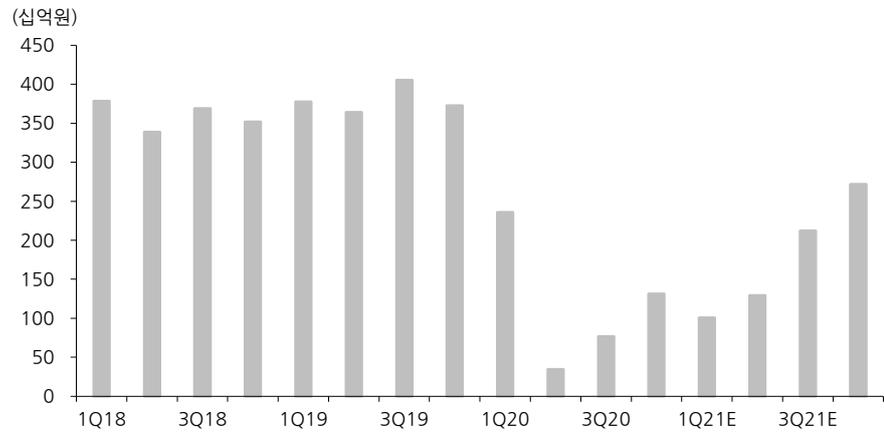
(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	236.0	34.6	76.6	131.3	100.8	1,633.7	1,696.5	1,547.8	1,438.1	1,520.1	478.6	714.2	1,494.4
growth %	-37.5%	-90.5%	-81.1%	-64.8%	-57.3%	9.2%	3.8%	-8.8%	-7.1%	5.7%	-68.5%	49.2%	109.2%
카지노	200.0	28.3	58.9	117.2	90.0	1,556.1	1,619.0	1,389.2	1,273.8	1,342.3	404.3	679.7	1,428.8
growth %	-39.2%	-91.4%	-83.3%	-64.7%	-55.0%	9.7%	4.0%	-14.2%	-8.3%	5.4%	-69.9%	68.1%	110.2%
sales %	84.7%	81.6%	76.9%	89.2%	89.3%	95.2%	95.4%	89.8%	88.6%	88.3%	84.5%	95.2%	95.6%
비카지노	36.0	6.4	17.7	14.1	8.6	77.6	77.5	158.6	164.3	177.8	74.2	34.5	65.6
growth %	-25.6%	-81.9%	-66.6%	-65.7%	-76.0%	-0.3%	-0.1%	104.6%	3.6%	8.2%	-58.2%	-53.5%	90.0%
sales %	15.3%	18.4%	23.1%	10.8%	8.6%	4.8%	4.6%	10.2%	11.4%	11.7%	15.5%	4.8%	4.4%
매출원가	158.1	118.3	115.0	153.2	147.7	759.6	785.2	730.8	729.6	735.8	544.5	665.8	906.4
growth %	-12.5%	-12.7%	-38.7%	-34.0%	-6.6%	5.2%	3.4%	-6.9%	-0.2%	0.9%	-26.0%	22.3%	36.1%
margin %	67.0%	341.5%	150.1%	116.6%	146.5%	46.5%	46.3%	47.2%	50.7%	48.4%	113.8%	93.2%	60.7%
카지노	88.3	64.5	63.2	78.4	79.2	627.7	652.7	646.5	473.0	461.5	294.5	427.3	656.4
growth %	-20.4%	-23.8%	-45.9%	-47.4%	-10.3%	7.0%	4.0%	-1.0%	-26.8%	-2.4%	-36.2%	45.1%	53.6%
margin %	44.2%	228.3%	107.3%	66.9%	88.0%	40.3%	40.3%	46.5%	37.1%	34.4%	72.8%	62.9%	45.9%
급여	32.9	37.3	31.0	42.0	34.2	144.2	150.2	147.7	148.6	125.9	143.2	149.0	154.9
growth %	2.0%	778.5%	2.7%	-29.0%	4.0%	4.7%	4.2%	-1.7%	0.6%	-15.3%	13.8%	4.0%	4.0%
sales %	16.5%	131.9%	52.6%	35.9%	38.0%	9.3%	9.3%	10.6%	11.7%	9.4%	35.4%	21.9%	10.8%
세금	29.3	4.8	9.6	19.2	25.8	232.8	243.0	227.1	208.4	220.8	63.0	194.6	409.2
growth %	-42.1%	-91.2%	-83.8%	-65.5%	-12.0%	10.0%	4.4%	-6.5%	-8.2%	5.9%	-71.5%	209.0%	110.2%
sales %	12.4%	14.0%	12.6%	14.6%	25.6%	14.3%	14.3%	14.7%	14.5%	14.5%	13.2%	27.3%	27.4%
기타	26.1	22.4	22.6	17.1	19.2	250.6	259.5	271.7	116.0	114.9	88.3	83.7	92.4
growth %	-7.0%	-11.3%	-17.7%	-49.7%	-26.5%	5.6%	3.5%	4.7%	-57.3%	-1.0%	-23.2%	-5.2%	10.4%
sales %	11.1%	64.7%	29.5%	13.0%	19.0%	15.3%	15.3%	17.6%	8.1%	7.6%	18.4%	11.7%	6.2%
비카지노	69.7	53.7	51.8	74.8	68.5	137.0	132.4	263.2	256.6	277.0	236.4	238.5	250.0
growth %	0.0%	5.7%	-26.7%	-12.8%	-1.8%	1.1%	-3.3%	98.7%	-2.5%	7.9%	-14.7%	0.9%	4.8%
margin %	193.6%	844.4%	292.3%	528.6%	793.8%	176.5%	170.9%	166.0%	156.2%	155.8%	318.4%	690.9%	381.2%
매출총이익	78.0	-83.6	-38.4	-21.8	-46.9	874.1	911.4	816.9	708.5	784.2	-65.9	48.4	588.0
growth %	-60.4%	적전	적전	적전	적전	12.9%	4.3%	-10.4%	-13.3%	10.7%	적전	흑전	1114%
margin %	33.0%	-241.5%	-50.1%	-16.6%	-46.5%	53.5%	53.7%	52.8%	49.3%	51.6%	-13.8%	6.8%	39.3%
판관비	264.7	20.2	26.5	54.3	21.4	278.7	292.7	286.0	277.8	282.0	365.7	102.7	102.7
growth %	269.2%	-63.9%	-66.4%	-28.2%	-91.9%	6.7%	5.0%	-2.3%	-2.9%	1.5%	29.7%	-71.9%	0.0%
margin %	112.2%	58.2%	34.6%	41.3%	21.3%	17.1%	17.3%	18.5%	19.3%	18.6%	76.4%	14.4%	6.9%
영업이익	-186.8	-103.8	-64.9	-76.1	-68.3	595.4	618.6	530.9	430.7	502.2	-431.6	-54.3	485.3
growth %	적전	적전	적전	적전	적지	16.0%	3.9%	-14.2%	-18.9%	16.6%	적전	적지	흑전
margin %	-79.1%	-299.8%	-84.7%	-58.0%	-67.8%	36.4%	36.5%	34.3%	30.0%	33.0%	-90.2%	-7.6%	32.5%
순이익	-156.1	-45.6	-40.9	-30.9	-45.0	441.6	454.5	437.5	297.2	335.1	-273.5	-12.8	400.7
growth %	적전	적전	적전	적전	적지	22.9%	2.9%	-3.7%	-32.1%	12.7%	적전	적지	흑전
margin %	-66.1%	-131.6%	-53.3%	-23.6%	-44.7%	27.0%	26.8%	28.3%	20.7%	22.0%	-57.1%	-1.8%	26.8%

주: 세금은 관광개발진흥기금 + (새롭게 변경된) 폐광기금 + 개별소비세의 합

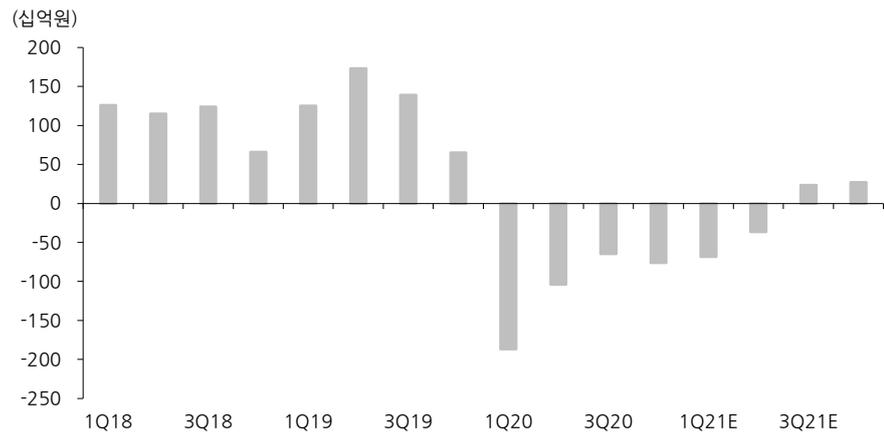
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 강원랜드 분기 매출액 추이



자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 강원랜드 분기 영업손익 추이



자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,438	1,520	479	714	1,494
매출총이익	708	783	-66	48	588
영업이익	431	501	-432	-54	485
EBITDA	497	573	-354	20	559
순이자손익	44	42	25	50	59
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	411	489	-405	-17	529
당기순이익	297	335	-276	-13	401
지배주주순이익	297	335	-276	-13	401
증가율(%)					
매출액	-7.1	5.7	-68.5	49.2	109.2
영업이익	-18.9	16.4	적전	적지	흑전
EBITDA	-17.9	15.4	적전	흑전	2,741.9
순이익	-32.1	12.6	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	49.3	51.5	-13.8	6.8	39.3
영업이익률	30.0	33.0	-90.2	-7.6	32.5
EBITDA 이익률	34.5	37.7	-74.0	2.8	37.4
세전이익률	28.6	32.2	-84.5	-2.4	35.4
순이익률	20.7	22.0	-57.6	-1.8	26.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	364	408	-656	140	421
당기순이익	297	335	-276	-13	401
자산상각비	66	72	77	74	74
운전자본증감	-39	-40	-296	80	-54
매출채권 감소(증가)	-8	6	4	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	-2	1	-3	-2
매입채무 증가(감소)	13	-5	-13	16	8
투자현금흐름	-202	-211	845	-170	-170
유형자산처분(취득)	-103	-80	-59	-80	-76
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	1,628	1,523	1,259	-57	-59
재무현금흐름	-202	-185	-184	-2	-3
차입금의 증가(감소)	-1	-2	-1	-2	-3
자본의 증가(감소)	-201	-183	-182	0	0
배당금의 지급	-201	-183	-182	0	0
총현금흐름	493	502	-312	61	475
(-)운전자본증가(감소)	46	-21	302	-80	54
(-)설비투자	103	80	59	80	76
(+)자산매각	0	-1	-1	-2	-2
Free Cash Flow	343	442	-673	59	343
(-)기타투자	1,719	1,715	349	32	33
잉여현금	-1,376	-1,273	-1,022	27	310
NOPLAT	312	343	-313	-39	368
(+) Dep	66	72	77	74	74
(-)운전자본투자	46	-21	302	-80	54
(-)Capex	103	80	59	80	76
OpFCF	228	357	-596	34	312

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,759	1,878	1,498	1,527	1,839
현금성자산	1,700	1,827	1,467	1,493	1,800
매출채권	14	8	2	4	5
재고자산	1	4	2	6	8
비유동자산	2,472	2,560	2,143	2,183	2,220
투자자산	1,157	1,437	790	822	856
유형자산	1,314	1,371	1,349	1,356	1,358
무형자산	1	4	4	5	6
자산총계	4,231	4,438	3,642	3,710	4,059
유동부채	636	651	330	413	364
매입채무	54	48	38	54	61
유동성이자부채	0	2	3	3	3
비유동부채	8	69	65	63	60
비유동이자부채	0	66	62	60	56
부채총계	644	720	395	476	424
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,525	3,656	3,185	3,172	3,573
자본조정	-174	-174	-174	-174	-174
자기주식	-174	-174	-174	-174	-174
자본총계	3,587	3,718	3,247	3,234	3,635

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,390	1,564	-1,289	-60	1,873
BPS	16,765	17,377	15,177	15,117	16,991
DPS	900	900	0	0	1,010
CFPS	2,302	2,345	-1,458	285	2,219
ROA(%)	7.1	7.7	-6.8	-0.3	10.3
ROE(%)	8.4	9.2	-7.9	-0.4	11.7
ROIC(%)	19.6	17.2	-15.9	-2.2	20.5
Multiples(x, %)					
PER	23.0	18.9	-18.2	-410.8	13.1
PBR	1.9	1.7	1.5	1.6	1.4
PSR	4.8	4.2	10.5	7.3	3.5
PCR	13.9	12.6	-16.1	86.1	11.0
EV/EBITDA	10.4	8.0	-10.2	193.6	6.3
배당수익률	2.8	3.0	-	-	4.1
안정성(%)					
부채비율	18.0	19.4	12.2	14.7	11.7
Net debt/Equity	-47.4	-47.3	-43.2	-44.2	-47.9
Net debt/EBITDA	-342.2	-306.8	396.1	-7,266.0	-311.1
유동비율	276.6	288.4	454.0	369.5	505.1
이자보상배율(배)	1,834.7	255.6	-	-	84.6
자산구조(%)					
투하자본	39.1	39.8	44.2	43.0	40.9
현금+투자자산	60.9	60.2	55.8	57.0	59.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	1.8	1.9	1.9	1.6
자기자본	100.0	98.2	98.1	98.1	98.4

[Compliance Notice]

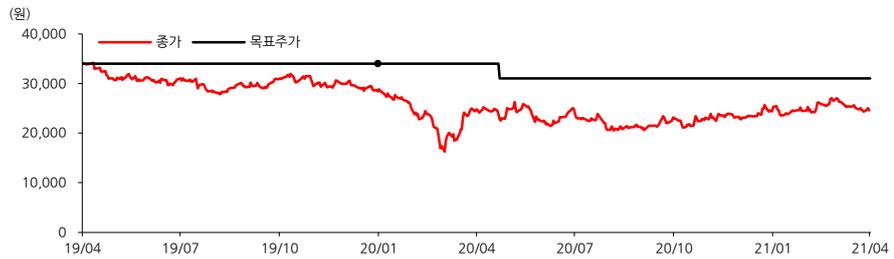
(공표일: 2021년 4월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[강원랜드 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.04.23	2019.08.14	2020.01.31	2020.02.12	2020.05.13
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		34,000	34,000	34,000	34,000	31,000
일 시	2020.05.20	2020.07.29	2020.10.20	2020.10.27	2020.11.17	2021.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2021.02.16	2021.02.24	2021.03.03	2021.04.09	2021.04.23	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.08.10	Buy	34,000	-8.98	1.62
2019.08.14	Hold	34,000	-19.85	-6.03
2020.05.13	Hold	31,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%