



BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원(상향)

주가(4/26): 25,000원

시가총액: 53,485억원

미디어/엔터/레저

Analyst 이남수

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

RA 이한결

02) 3787-3759 gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/26)		3,217.53pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,050원	20,500원
등락률	-7.6%	22.0%
수익률	절대	상대
1M	-4.6%	-9.8%
6M	10.9%	-19.2%
1Y	-26.4%	-19.3%

Company Data

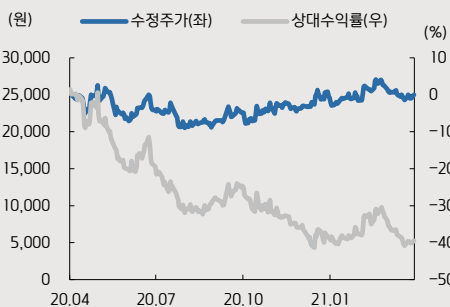
발행주식수	213,941	전주
일평균 거래량(3M)	864	전주
외국인 지분율	21.2%	
배당수익률(21E)	3.6%	
BPS(21E)	14,212원	
주요 주주	한국광해관리공단	36.3%

투자지표

(십억원, IFRS)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,520.1	478.6	661.4	1,298.0
영업이익	501.2	-431.6	-45.7	451.9
EBITDA	573.5	-354.3	30.1	525.6
세전이익	488.9	-404.5	-18.8	481.8
순이익	334.7	-275.9	-11.6	347.7
지배주주지분순이익	334.7	-275.9	-11.6	347.7
EPS(원)	1,564	-1,289	-54	1,625
증감률(% YoY)	12.6	적전	적지	흑전
PER(배)	18.9	-18.2	-462.7	15.4
PBR(배)	1.70	1.55	1.76	1.67
EV/EBITDA(배)	8.0	-10.2	131.4	7.2
영업이익률(%)	33.0	-90.2	-6.9	34.8
ROE(%)	9.2	-7.9	-0.4	11.2
순차입금비율(%)	-47.3	-43.2	-45.8	-48.8

자료: 키움증권

Price Trend



강원랜드 (035250)

정상화 모멘텀은 가장 빠르다



폐특법 개정으로 2045년까지 카지노 영업이 연장되었습니다. 폐광기금 산출 방식 변경에 따라 추가적 비용 부담이 발생할 것으로 보이나 작년 5월 이후 영업시간 및 테이블 운영 확대가 이루어져 매출 증가가 나타나며 비용 증가를 커버할 것으로 판단합니다. 이에 Mass 고객 유입 증가가 발생해 카지노업 중 영업 정상화 모멘텀이 가장 빠르게 나타날 것으로 전망합니다.

>>> 1Q21 영업손실 350원(적자지속)

거리두기 단계에 따라 지난 20.12.8부터 21.2.14까지 휴장이 이어져 1분기에는 총 45일간 영업에 타격을 받았다. VIP 및 Mass가 57일간(10.12 ~ 12.7) 동시 운영되었던 4분기 보다 영업일수 및 출입 가능 인원이 제한되어 1분기에는 카지노 매출액 900억원을 포함한 1,122억원의 매출과 영업손실 350억원을 기록할 것으로 전망한다.

변동비 부문의 원가 및 비용은 매출 부진에 따라 감소하겠지만, 인건비 등 고정비 감소는 나타나지 않아 영업손실은 지속될 것으로 보인다. 다만 비카지노 부문의 원가는 일정 수준 유지되고 있어 향후 카지노 정상화 시에는 카지노 매출과 관련한 변동비성 비용만 주로 증가하여 실적 개선은 속도감 있게 나타날 것으로 판단한다.

>>> 약재는 호재로 이기는 법

〈폐광지역 개발 지원에 관한 특별법〉 개정안이 지난 2월 본회의에서 통과되어 시효를 기존 2025년에서 2045년으로 20년 연장했다. 또한 폐광지역개발기금 산정 방식을 카지노업에서 발생하는 총매출액의 13%로 변경하여 동사의 폐광기금 추가 부담이 발생할 것으로 보인다.

하지만 2020년 5월 문체부로부터 카지노업 재허가 조건 변경을 통보 받아 동년 7월부터 일반영업장 개장 시 영업시간 2시간 연장, 일반테이블 20대 추가 운영을 시작하였다. 일정수준 꾸준히 유입되는 VIP를 감안하면 지난 3분기 4만명에서 4분기 12.2만명으로 입장객 증가 효과가 나타난 것으로 보여 현 유지되는 사회적 거리두기 단계 하향에 따라 고객 트래픽 증가가 예상되고, 특히 Mass 고객의 유입이 크게 증가할 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 상향

2021년 매출액 6,614억원(yoy +38.2%)과 영업손실 457억원(적지)에서 2022년에는 매출액 1조2,980억원, 영업이익 4,519억원으로 정상화 시동을 걸 것으로 전망한다. 폐광기금, 카지노 영업 변동비 등 비용 증가도 발생하나, 카지노업 재허가 조건 변경에 따른 영업 규모 확장이 더 빠를 것으로 전망한다. 이에 2022년 지배주주순이익 기준 EPS에 Target P/E 19.3배(2012~2019 평균 PER)를 적용하여 목표주가를 31,000원으로 상향하고 투자의견 BUY는 유지한다.

강원랜드 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	236.0	34.6	76.6	131.3	112.2	140.3	183.0	225.9	478.6	661.4	1,298.0
(YoY)	-37.5%	-90.5%	-81.1%	-64.8%	-52.5%	305.1%	138.9%	72.0%	-68.5%	38.2%	96.3%
카지노	200.0	28.3	58.9	117.2	90.0	124.9	155.4	199.4	404.3	569.7	1,162.2
호텔	17.9	2.0	8.0	9.0	8.6	7.5	10.1	11.7	36.8	37.9	64.5
콘도	7.5	1.5	4.9	2.3	4.0	3.5	5.2	3.9	16.1	16.6	28.2
스키	9.8	0.4	0.6	1.1	7.5	0.6	0.9	8.9	12.0	18.0	18.5
골프	0.0	2.2	3.8	1.5	0.0	3.0	4.6	1.5	7.5	9.1	10.0
워터월드	0.7	0.0	0.0	0.0	1.8	0.6	6.4	0.2	0.7	9.0	13.6
머신제조	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자회사	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	1.1	1.2	1.2
매출원가	158.1	118.3	115.0	153.2	117.3	118.6	137.9	197.4	544.5	571.3	706.5
(YoY)	-12.5%	-12.7%	-38.7%	-34.3%	-25.8%	0.3%	19.9%	28.9%	-26.1%	4.9%	23.7%
카지노	88.3	64.5	63.2	78.4	66.9	72.3	84.6	99.2	294.5	323.0	431.7
호텔	35.3	27.6	26.1	30.3	25.4	23.4	25.9	30.2	119.3	104.8	122.5
콘도	16.6	13.0	13.3	12.8	12.0	10.4	12.1	13.6	55.6	48.1	56.7
스키	11.2	6.2	7.0	10.5	8.7	6.0	7.4	38.5	35.0	60.7	56.7
골프	1.1	2.1	2.0	0.9	1.0	2.2	2.2	1.3	6.1	6.6	7.5
워터월드	5.2	4.1	2.8	2.0	3.2	3.9	5.6	3.1	14.1	15.7	15.7
머신제조	0.5	0.4	0.6	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	1.4	0.3	0.3
자회사	-0.1	0.2	0.0	18.3	0.1	0.3	0.2	11.5	18.5	12.0	15.3
매출총이익	78.0	-83.6	-38.4	-21.8	-5.1	21.7	45.1	28.5	-65.9	90.1	591.6
(YoY)	-60.4%	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	556.5%
GPM	33.0%	-241.5%	-50.1%	-16.6%	-4.6%	15.4%	24.6%	12.6%	-13.8%	13.6%	45.6%
판매비	264.7	20.2	26.5	54.3	29.9	30.3	33.6	42.0	365.7	135.8	139.6
(YoY)	269.2%	-64.0%	-66.4%	-28.2%	-88.7%	50.3%	26.9%	-22.7%	29.7%	-62.9%	2.8%
영업이익	-186.8	-103.8	-64.9	-76.1	-35.0	-8.7	11.5	-13.5	-431.6	-45.7	451.9
(YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	적지	적전	적지	흑전
OPM	-79.1%	-299.7%	-84.7%	-58.0%	-31.2%	-6.2%	6.3%	-6.0%	-90.2%	-6.9%	34.8%
순이익	-156.1	-45.5	-40.9	-33.3	-18.0	-1.2	13.7	-6.0	-275.9	-11.6	347.7
(YoY)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	적지	적전	적지	흑전
NPM	-66.1%	-131.5%	-53.3%	-25.4%	-16.0%	-0.9%	7.5%	-2.7%	-57.6%	-1.7%	26.8%

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 ~ 2.14 (45일) 휴장 2.15 ~ 3.31 (45일) 개장	
2021.2Q	4.1 ~ 현재 개장	

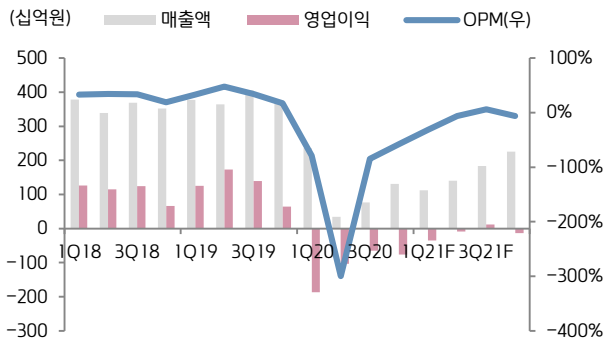
자료: 강원랜드, 키움증권

강원랜드 주요 지표 추이 및 전망

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
입장객(천명)	434.3	2.4	40.1	122.5	87.4	121.1	235.4	333.4	599.3	777.3	2,088.5
(YoY)	-41.7%	-99.6%	-94.9%	-82.4%	-79.9%	5024.0%	487.4%	172.1%	-79.3%	29.7%	168.7%
드랩액(십억원)	1,011.5	145.0	259.0	528.6	377.1	522.5	648.5	826.6	1,944.0	2,374.8	4,719.5
(YoY)	-35.5%	-90.9%	-84.9%	-68.0%	-62.7%	260.5%	150.4%	56.4%	-70.2%	22.2%	98.7%
인당 드랩(백만원)	2.3	61.3	6.5	4.3	4.3	4.3	2.8	2.5	3.2	3.1	2.3
(YoY)	10.8%	2479.2%	194.8%	81.8%	85.2%	-93.0%	-57.4%	-42.5%	43.8%	-5.8%	-26.0%
홀드올	21.9%	22.0%	24.5%	23.9%	23.9%	23.9%	24.0%	24.1%	22.8%	24.0%	24.4%
(YoY, %p)	-1.2%	-0.9%	1.8%	1.7%	1.9%	1.9%	-0.5%	0.2%	0.1%	1.2%	1.9%
테이블(대)	180	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
VIP	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
일반	160	180	180	180	180	180	180	180	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

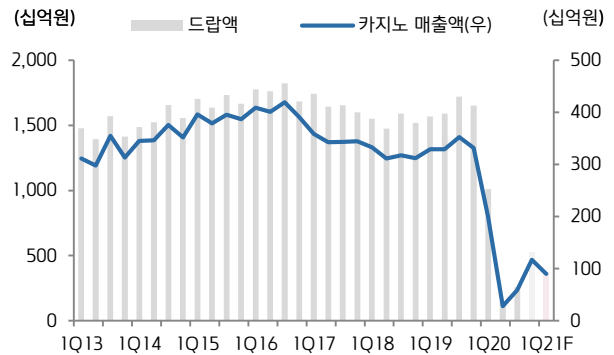
자료: 강원랜드, 키움증권

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추정 (K-IFRS 연결)



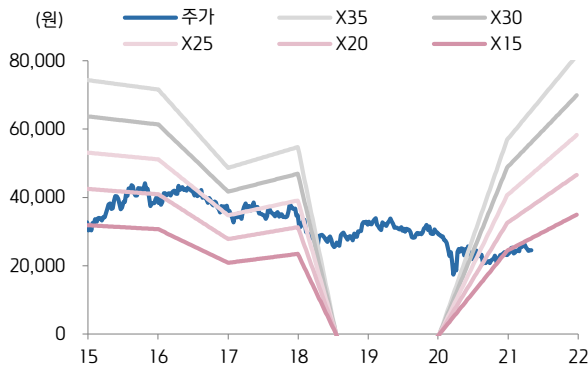
자료: 강원랜드, 키움증권

카지노 드랩액 및 매출액 추이



자료: 강원랜드, 키움증권

12M Forward PER Band



자료: Quantwise, 키움증권

12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 4월 26일 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

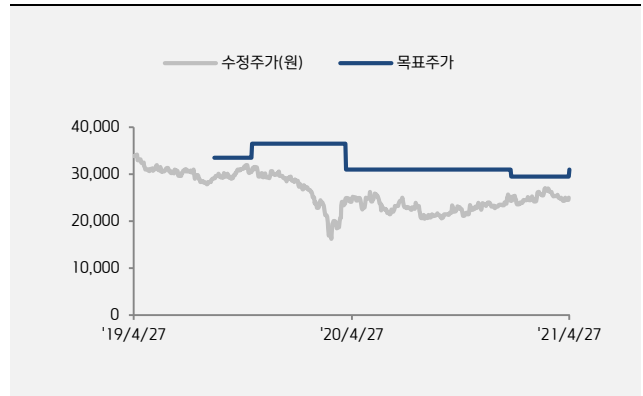
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 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	-15.15	-8.31
	2021-04-27	BUY(Maintain)	31,000원	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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%