

# 강원랜드 (035250)

## 호텔/레저



이진협

02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>33,000원 (I)</b>
현재주가 (3/15)	<b>27,100원</b>
상승여력	<b>22%</b>

시가총액	57,978억원
총발행주식수	213,940,500주
60일 평균 거래대금	228억원
60일 평균 거래량	885,858주
52주 고	29,400원
52주 저	22,000원
외인지분율	18.45%
주요주주	한국광해광업공단 36.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.4	12.4	4.6
상대	7.7	28.2	21.6
절대(달러환산)	1.8	7.3	(4.3)

## Las Vegas 사례가 가장 부합하는 회사

### 투자 의견 BUY, 목표주가 3.3만원으로 커버리지 개시

강원랜드에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 3.3만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 23년 지배순이익 3,728억원에 Target P/E 18배를 적용하여 산출하였다. Target P/E 18배는 코로나19 이전 동사의 평균 P/E Multiple 수준이다.

### Las Vegas 사례가 가장 부합하는 회사

우리나라보다 먼저 방역 정책을 완화한 미국에서는 Las Vegas 카지노 방문자 수가 19년 동월 대비 87% 수준으로 회복하는 모습을 보였다. 미국인 방문객의 비중이 86% 수준이라는 점을 감안했을 때, 미국인의 트래픽이 즉각적으로 회복했다고 판단할 수 있다. GGR의 경우에는 19년의 10~30%를 상회하는 실적을 기록 중이다.

캠블링의 특성을 반영하고 있는 것인 데, 내국인카지노인 동사도 국내 방역 정책이 완화되는 즉시, 실적의 회복을 기대할 수 있을 것이라 전망한다. 실제 4Q21의 트래픽과 드랍액은 4Q19 대비 각각 44%, 64% 수준을 회복하였는 데, 정상 영업 환경이 아니라는 점에서 영업 환경이 개선되는 만큼 즉각적으로 트래픽과 드랍액의 회복이 나타나고 있다고 판단할 수 있다. 이 때문에 당사 레저업종 커버리지 중 가장 빠른 실적 턴어라운드를 기대할 수 있을 전망이다.

### 매출총량과 테이블 수 증가 긍정적

코로나19의 영향으로 국내 사행산업 중 내국인카지노의 비중이 급락했음에도 사감위에서는 과거 비중을 준용하여 매출 총량을 확대시켜줄 것이라 전망된다. 이에 따라 회복과 성장에 있어서 매출 총량으로 인한 부담은 제한적일 것이다. 또한 회복의 과정에서 3년 만에 다시 늘어난 테이블 수(160대 → 180대)와 영업시간(일 18시간 → 20시간) 등이 힘을 발휘할 것이라 판단한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,808	188.2	16.0	2,720	3.3
영업이익	443	흑전	흑전	244	81.9
세전계속사업이익	429	흑전	흑전	319	34.6
지배순이익	318	흑전	흑전	58	447.6
영업이익률 (%)	15.8	흑전	흑전	9.0	+6.8 %pt
지배순이익률 (%)	11.3	흑전	흑전	2.1	+9.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	15,201	4,786	7,884	14,321
영업이익	5,012	-4,316	-527	3,477
지배순이익	3,347	-2,759	-103	2,543
PER	19.8	-18.1	-500.6	22.8
PBR	1.7	1.5	1.5	1.6
EV/EBITDA	8.5	-10.1	133.1	9.2
ROE	9.2	-7.9	-0.3	7.6

자료: 유안타증권

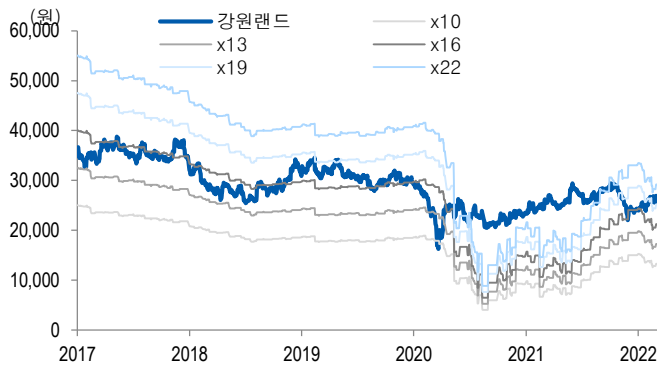
[표 1] 강원랜드 P/E Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	23E	비고
지배순이익	3,728	
Target P/E	18	코로나19 이전 평균 P/E
목표 시가총액	67,112	
유통주식수	202,739	자사주 제외
목표주가	33,103	

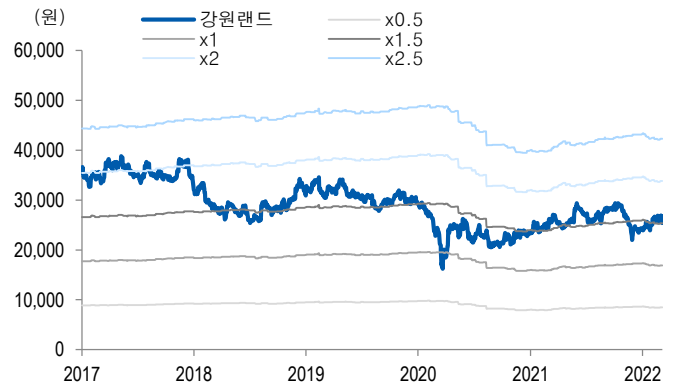
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 강원랜드 P/E(12MF) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 강원랜드 P/B(12MF) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

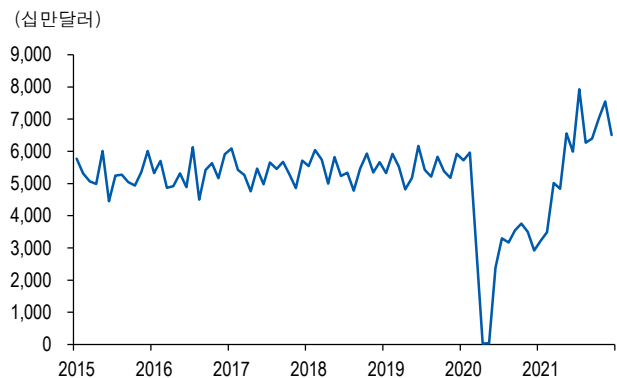
[표 2] 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	974	2,036	2,452	2,421	2,808	3,648	3,889	3,976	7,884	14,321	16,632
YoY	-59%	488%	220%	84%	188%	79%	59%	64%	65%	82%	16%
카지노	854	1,839	2,130	2,148	2,469	3,322	3,395	3,602	6,971	12,789	14,924
YoY	-57%	550%	262%	83%	189%	81%	59%	68%	72%	83%	17%
비카지노	120	198	323	273	339	326	494	374	914	1,532	1,707
YoY	-67%	210%	82%	93%	182%	65%	53%	37%	23%	68%	11%
매출원가	1,319	1,748	1,931	2,270	2,048	2,228	2,349	2,817	7,268	9,443	10,163
매출원가율	135%	86%	79%	94%	73%	61%	60%	71%	92%	66%	61%
판매관리비	251	261	279	352	317	310	322	453	1,143	1,401	1,418
영업이익	-596	27	243	-200	443	1,110	1,218	706	-527	3,477	5,050
OPM	-61%	1%	10%	-8%	16%	30%	31%	18%	-7%	24%	30%
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	25%

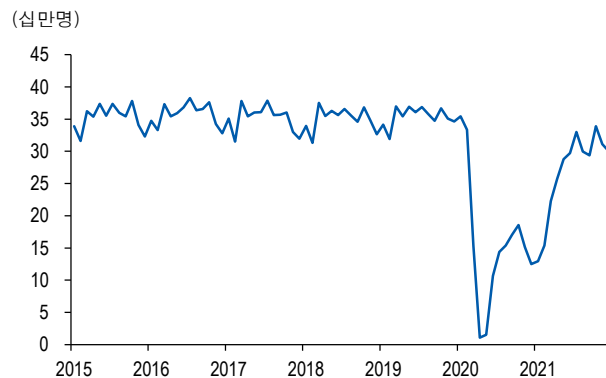
자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] Las Vegas Strip GGR 추이



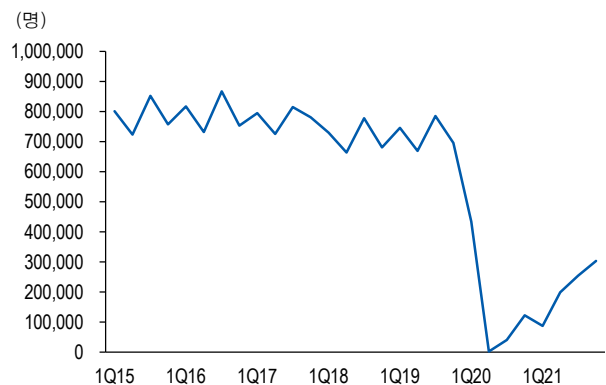
자료: Las Vegas 관광청, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Las Vegas 방문자 수 추이



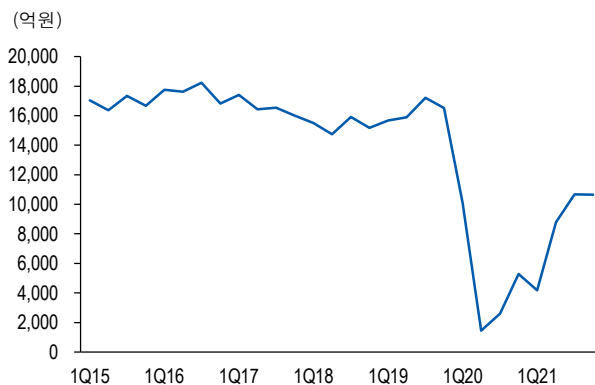
자료: Las Vegas 관광청, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 강원랜드 분기별 트래픽 추이



자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 강원랜드 분기별 드랍액 추이



자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	15,201	4,786	7,884	14,321	16,632
매출원가	7,367	5,445	7,268	9,443	10,163
매출충이익	7,834	-659	616	4,878	6,468
판매비	2,823	3,657	1,143	1,401	1,418
영업이익	5,012	-4,316	-527	3,477	5,050
EBITDA	5,735	-3,543	266	4,235	5,767
영업외손익	-122	271	389	-40	-11
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	416	253	107	135	164
관계기업관련손익	2	4	10	0	0
기타	-541	14	272	-175	-175
법인세비용차감전순손익	4,889	-4,045	-138	3,437	5,039
법인세비용	1,543	-1,286	-35	894	1,310
계속사업순손익	3,347	-2,759	-103	2,543	3,729
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,347	-2,759	-103	2,543	3,729
지배지분순이익	3,347	-2,759	-103	2,543	3,728
포괄순이익	3,262	-2,883	-116	2,531	3,716
지배지분포괄이익	3,262	-2,882	-116	2,531	3,716

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,079	-6,557	968	3,792	4,941
당기순이익	3,347	-2,759	-103	2,543	3,729
감가상각비	721	767	785	752	712
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-10	0	0
자산부채의 증감	-401	-2,957	354	618	609
기타현금흐름	413	-1,608	-59	-122	-109
투자활동 현금흐름	-2,113	8,446	-709	-3,043	-2,963
투자자산	-16,500	-3,537	-1,983	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-796	-590	-164	-240	-160
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	15,183	12,573	1,438	-2,803	-2,803
재무활동 현금흐름	-1,848	-1,836	15	19	-1,426
단기차입금	0	0	27	27	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,825	-1,825	0	0	-1,419
기타현금흐름	-22	-11	-12	-8	-7
연결범위변동 등 기타	0	0	97	-508	-498
현금의 증감	118	54	371	260	53
기초 현금	489	607	661	1,032	1,292
기말 현금	607	661	1,032	1,292	1,344
NOPLAT	5,012	-4,316	-527	3,477	5,050
FCF	3,283	-7,146	803	3,552	4,781

자료: 유안타증권

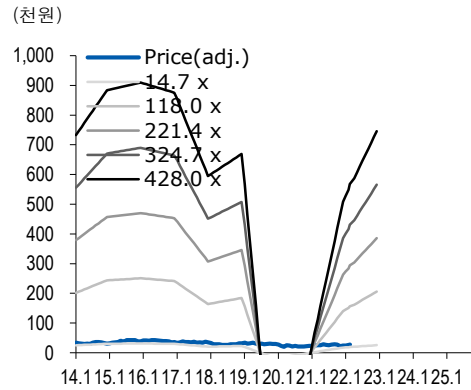
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	18,782	14,982	16,873	19,961	22,816
현금및현금성자산	607	661	1,032	1,292	1,344
매출채권 및 기타채권	343	124	26	36	36
재고자산	36	22	28	47	49
비유동자산	25,599	21,435	20,253	19,735	19,178
유형자산	13,706	13,494	12,983	12,471	11,919
관계기업등 지분관련자산	531	536	546	546	546
기타투자자산	9,831	4,644	3,939	3,939	3,939
자산총계	44,381	36,416	37,127	39,696	41,995
유동부채	6,513	3,300	3,899	3,937	3,939
매입채무 및 기타채무	4,909	2,762	3,374	3,385	3,387
단기차입금	0	0	27	54	54
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	690	646	873	873	873
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	7,204	3,946	4,772	4,810	4,812
지배지분	37,177	32,470	32,354	34,885	37,182
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
이익잉여금	36,555	31,848	31,735	34,279	36,588
비지배지분	1	0	0	0	0
자본총계	37,178	32,470	32,355	34,886	37,183
순차입금	-17,618	-14,058	-16,082	-19,115	-21,968
총차입금	656	616	635	662	662

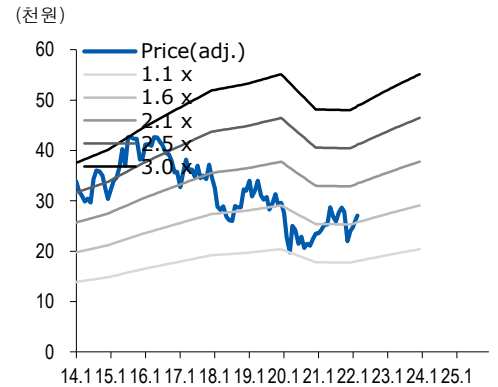
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,564	-1,289	-48	1,189	1,743
BPS	18,337	16,016	15,959	17,207	18,340
EBITDAPS	2,681	-1,656	124	1,980	2,695
SPS	7,105	2,237	3,685	6,694	7,774
DPS	900	0	0	700	1,000
PER	19.8	-18.1	-500.6	22.8	15.6
PBR	1.7	1.5	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.5	-10.1	133.1	9.2	6.2
PSR	4.4	10.4	6.5	4.0	3.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.7	-68.5	64.7	81.6	16.1
영업이익 증가율 (%)	16.4	적전	적지	흑전	45.2
지배순이익 증가율 (%)	12.6	적전	적지	흑전	46.6
매출총이익률 (%)	51.5	-13.8	7.8	34.1	38.9
영업이익률 (%)	33.0	-90.2	-6.7	24.3	30.4
지배순이익률 (%)	22.0	-57.6	-1.3	17.8	22.4
EBITDA 마진 (%)	37.7	-74.0	3.4	29.6	34.7
ROIC	45.3	-32.1	-4.0	28.4	43.8
ROA	7.7	-6.8	-0.3	6.6	9.1
ROE	9.2	-7.9	-0.3	7.6	10.3
부채비율 (%)	19.4	12.2	14.7	13.8	12.9
순차입금/자기자본 (%)	-47.4	-43.3	-49.7	-54.8	-59.1
영업이익/금융비용 (배)	255.6	-230.1	-30.9	203.0	286.0

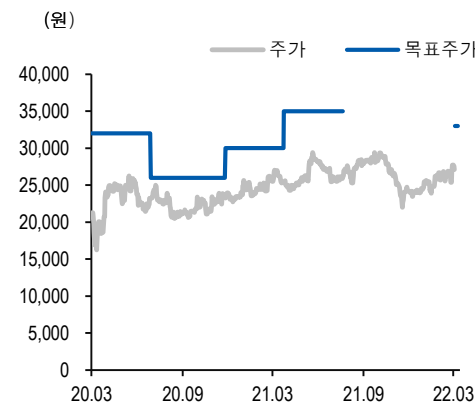
P/E band chart



P/B band chart



강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-03-16	BUY	33,000	1년		
	담당자변경				
2021-04-05	BUY	35,000	1년	-24.82	-16.00
2020-12-08	BUY	30,000	1년	-17.74	-9.83
2020-07-10	HOLD	26,000	1년	-14.20	-
2020-05-13	BUY	32,000	1년	-28.72	-17.97
2020-02-27	Strong Buy	32,000	1년	-30.74	-21.25

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.1
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.