

2020. 2. 12



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 30,000 원

현재주가 (2.11) 26,950 원

상승여력 11.3%

KOSPI 2,223.12pt

시가총액 57,657억원

발행주식수 21,394만주

유동주식비율 58.50%

외국인비중 30.37%

52주 최고/최저가 34,550원/26,750원

평균거래대금 100.4억원

주요주주(%)

한국광해관리공단 36.27

강원도개발공사 5.34

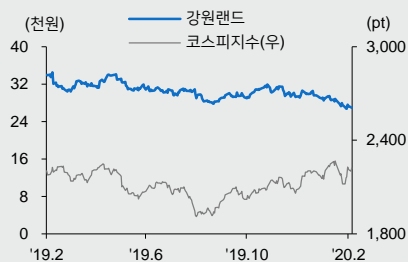
국민연금공단 5.14

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.1 -9.4 -20.9

상대주가 -7.8 -21.0 -22.4

주가그래프



강원랜드 035250

관망의 시기

- ✓ 4분기 영업이익은 651억원으로 기대치 20% 하회
- ✓ 카지노와 비카지노 전반적으로 매출 예상 하회했기 때문
- ✓ 우한 폐렴 리스크 동남아로 확산되며 일부 내국인 수요 흡수, 1분기 호조 예상
- ✓ 다만 비카지노는 대외활동 감소 영향으로 적자폭 확대될 것
- ✓ 불확실성 높아지는 구간으로 당분간 관망 필요

4분기 매출이 예상치 하회 원인. 1Q20 카지노는 건조, 비카지노는 타격

4분기 강원랜드의 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,728억원(+6.0% YoY)과 651억원(-31.1% YoY)으로 당사 추정치(784억원) 및 컨센서스(803억원)을 하회했다. 1) 매출이 예상 대비 100억원 하회, 2) 광고선전비 증가로 판관비는 25억원 늘어나 추정치와 괴리가 생겼다. VIP 홀드율이 하락하며 카지노 매출이 예상을 하회했고, 따뜻한 겨울 영향으로 스키장 매출이 예상보다 적었다. 전년 동기와 달리 기타손익 부분은 크지 않아 순이익은 531억원을 기록했다.

당사가 파악한 바에 따르면 1~2월 카지노 매출은 우한 폐렴 우려에도 불구하고 건조한 상황이다. 카지노 산업의 특성에 더해 마카오 카지노 섀도우 및 중국 외 동남아 지역으로 전염병 우려 확산되며 내국인 수요가 일부 흡수되고 있는 것으로 추정된다. 그러나 대중을 대상으로 하는 비카지노 실적은 예약 취소로 관련 적자가 커질 것으로 추정된다.

불확실성 높아지는 기간, 당분간 관망 필요

동사의 주요 주주는 정부 기관 혹은 그의 영향력 하에 있는 기관들이 대다수 포진되어 있다. 특히 강원랜드는 폐특법, 즉 폐광 지역의 경제를 진흥하기 위한 특별법 성격이기 때문에 지역 세수의 주요원이다. 이로 인해 총선 기간 후보들의 공약은 직·간접적으로 강원랜드에 영향을 미치는 경우가 많다. 2016년에도 레저세 도입 등이 언급되며 노이즈로 작용한 바 있다. 불확실성은 주가에 리스크 프리미엄을 높이는 가장 타격적인 요소다. 관망이 필요한 시기로 판단된다.

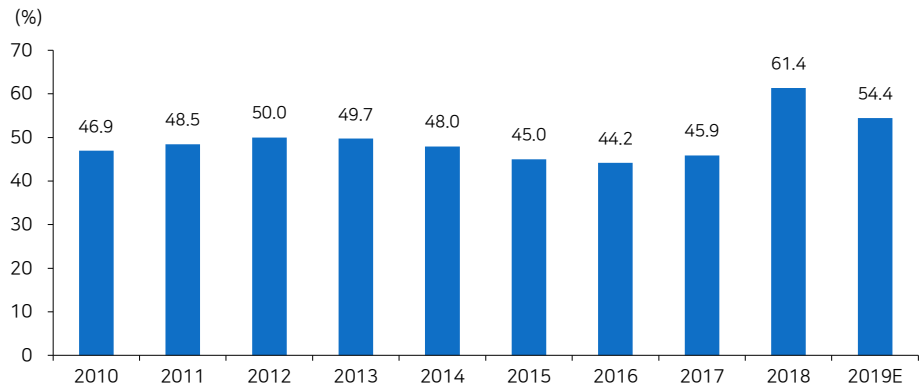
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,547.8	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018	1,438.1	430.7	297.3	1,390	-32.1	16,765	23.0	1.9	10.4	8.4	18.0
2019P	1,520.0	502.2	335.2	1,567	12.7	16,651	18.9	1.8	8.6	9.4	16.7
2020E	1,596.9	474.3	337.9	1,579	0.7	17,377	17.1	1.6	7.7	9.3	17.1
2021E	1,676.6	498.6	355.6	1,662	5.3	18,186	16.2	1.5	7.0	9.3	17.0

표1 강원랜드 4Q19 실적 Review

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	372.8	351.9	6.0	405.5	-8.1	376.6	-1.0	382.5	-2.5
영업이익	65.1	65.8	-1.0	139.2	-53.2	80.3	-18.9	78.4	-16.9
세전이익	79.5	37.7	110.8	155.4	-48.9	90.5	-12.2	84.6	-6.1
순이익	53.0	19.0	179.6	128.6	-58.8	57.7	-8.1	62.1	-14.6

자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 강원랜드 배당성향 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 강원랜드의 과거 평균 PER은 18배 수준

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P
EPS (원)	1,968	1,782	1,431	1,391	1,680	2,064	2,125	2,045	1,390	1,567
PER (End)	14.2	15.3	20.4	22.2	18.1	18.6	16.8	17.0	23.0	18.9
PER (High)	16.0	17.9	22.3	26.6	21.9	22.2	21.0	19.3	24.6	22.1
PER (Low)	7.7	13.0	15.6	18.5	16.6	14.4	16.6	15.7	18.2	17.6
PER (Avg)	10.4	15.3	17.8	22.0	19.3	18.5	18.9	17.4	20.9	19.8

주: 지배주주 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
드롭액	1,550.9	1,475.0	1,590.6	1,518.0	1,567.8	1,589.8	1,720.6	1,652.0	1,761.0	1,702.3	1,761.3	1,713.7
Mass	672.9	619.6	631.7	635.0	670.2	662.8	702.9	658.7	759.5	705.4	741.2	709.1
슬롯머신	585.5	570.6	572.8	555.7	552.4	576.8	629.3	602.3	622.5	606.4	629.3	620.7
VIP테이블	292.5	284.7	386.1	327.3	345.2	350.2	388.4	390.9	379.0	390.4	390.8	384.0
홀드율 (%)	23.6	23.6	22.1	22.6	23.1	22.8	22.7	22.2	22.8	22.8	22.5	22.8
Mass	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.8	23.8	24.2	23.7	24.8	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.3	24.2
VIP테이블	18.6	19.1	14.9	17.2	17.7	17.6	16.9	15.3	17.4	17.8	15.8	17.3
매출액	378.4	338.7	369.1	351.9	377.4	364.3	405.5	372.8	392.5	390.1	416.0	398.4
Mass	164.5	151.6	154.5	155.3	163.9	162.1	171.9	161.1	185.8	172.5	181.3	173.4
슬롯머신	145.2	135.8	138.7	131.7	137.0	139.4	152.6	145.5	150.7	146.8	152.9	150.3
VIP테이블	54.3	54.4	57.7	56.4	61.2	61.6	65.5	59.9	65.8	69.5	61.6	66.5
비카지노	45.6	27.7	52.4	40.6	49.1	35.9	53.5	41.6	28.3	38.0	57.7	45.2
매출원가	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	135.5	187.6	232.1	187.6	188.2	202.6	244.7
인건비	31.0	30.8	29.0	57.8	32.3	4.2	30.1	59.2	34.0	22.0	31.3	61.4
컴프	31.1	30.4	33.4	31.4	2.3	2.6	2.6	2.3	2.5	2.9	2.6	2.2
세금	50.9	51.9	53.3	52.2	50.5	55.2	59.3	55.7	57.2	59.1	60.2	59.3
판관비	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	55.9	78.7	75.6	80.8	64.2	77.0	77.4
영업이익	126.0	115.0	123.9	65.8	125.1	172.8	139.2	65.1	124.1	137.7	136.3	76.2
세전이익	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	116.8	155.4	79.5	138.2	81.2	152.1	90.8
순이익	90.4	94.6	93.3	19.1	102.4	50.9	128.6	53.1	101.1	61.7	114.3	60.7
(% YoY)												
드롭액	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	1.1	7.8	8.2	8.8	12.3	7.1	2.4	3.7
Mass	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	3.7	13.3	6.4	5.4	7.6
슬롯머신	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	1.1	9.9	8.4	12.7	5.1	0.0	3.0
VIP테이블	-30.6	-23.0	13.4	7.6	18.0	23.0	0.6	19.4	9.8	11.5	0.6	-1.8
매출액	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-0.3	7.5	9.9	5.9	4.0	7.1	2.6	6.9
Mass	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	3.7	13.3	6.4	5.4	7.6
슬롯머신	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	2.7	10.0	10.5	10.0	5.3	0.2	3.3
VIP테이블	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	12.7	13.2	13.5	6.2	7.5	12.9	-6.0	11.0
영업이익	-22.4	-15.1	-10.0	-31.1	-0.7	50.2	12.3	-1.0	-0.8	-20.3	-2.1	17.1
순이익	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	13.3	-46.1	37.9	178.9	-1.3	21.1	-11.1	14.2
Margin (%)												
OPM	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	47.4	34.3	17.5	31.6	35.3	32.8	19.1
NPM	23.9	27.9	25.3	5.4	27.1	14.0	31.7	14.3	25.8	15.8	27.5	15.2
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.12	2.22	2.05	2.23	2.10	2.38	2.19	2.37	2.23	2.43	2.15	2.35
% YoY	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-1.0	6.9	7.2	6.4	6.3	2.4	-2.1	-0.8
일평균방문객 (명)	8,113	7,290	8,452	7,399	8,284	7,348	8,531	7,567	8,661	7,683	8,919	7,911
% YoY	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	2.1	0.8	0.9	2.3	4.5	4.6	4.6	4.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E
드롭액	7,042.4	6,638.7	6,134.5	6,530.2	6,938.3	7,205.4
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,694.6	2,915.2	3,144.0
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,360.9	2,479.0	2,472.1
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,474.8	1,544.2	1,589.3
홀드율 (%)	23.1	22.9	22.8	22.7	22.7	22.7
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.1	24.3	24.2	24.2
VIP테이블	18.7	18.0	17.3	16.8	17.1	17.1
매출액	1,696.5	1,547.8	1,438.1	1,520.0	1,596.9	1,676.5
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	659.0	713.0	768.9
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	574.5	600.8	599.0
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	248.2	263.4	271.1
비카지노	67.2	124.3	166.4	180.1	169.1	192.9
매출원가	785.2	730.8	729.6	735.9	823.1	867.7
인건비	150.2	147.7	148.6	125.9	148.7	154.2
컴프	155.7	137.3	10.9	9.7	10.2	10.5
세금	243.0	227.1	208.4	220.7	235.8	245.2
판관비	292.7	286.0	277.8	282.0	299.5	310.3
영업이익	618.6	530.9	430.7	502.2	474.3	498.6
세전이익	596.9	566.2	410.7	491.5	462.3	486.6
순이익	454.6	437.6	297.3	335.2	337.9	355.6
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	6.5	6.2	3.8
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	5.3	8.2	7.8
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	3.3	5.0	-0.3
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	14.3	4.7	2.9
매출액	3.8	-8.8	-7.1	5.7	5.1	5.0
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	5.3	8.2	7.8
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	4.2	4.6	-0.3
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	11.4	6.1	2.9
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	16.6	-5.5	5.1
순이익	2.9	-3.7	-32.1	12.7	0.7	5.3
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	29.9	33.0	29.7	29.7
NPM	26.8	28.3	20.7	22.1	21.2	21.2
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,567	1,579	1,662
PER	16.8	17.0	23.0	18.9	17.1	16.2
PBR	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.5	8.8	10.4	8.6	7.7	7.0
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	9.4	9.3	9.3
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	3.0	3.3	3.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	1,547.8	1,438.1	1,520.0	1,596.9	1,676.6
매출액증가율 (%)	-8.8	-7.1	5.7	5.1	5.0
매출원가	730.8	729.6	735.9	823.1	867.7
매출총이익	816.9	708.5	784.2	773.8	808.9
판매관리비	286.0	277.8	282.0	299.5	310.3
영업이익	530.9	430.7	502.2	474.3	498.6
영업이익률	34.3	30.0	33.0	29.7	29.7
금융손익	52.7	39.4	71.5	37.3	41.5
종속/관계기업손익	-0.1	-0.1	0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.3	-59.3	-93.1	-93.1	93.1
세전계속사업이익	566.2	410.7	480.9	418.6	633.1
법인세비용	128.7	113.5	155.8	141.6	216.2
당기순이익	437.5	297.2	335.1	337.6	355.4
지배주주지분 순이익	437.6	297.3	335.2	337.9	355.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	211.2	444.7	451.2
당기순이익(손실)	437.5	297.2	335.1	337.6	355.4
유형자산상각비	74.2	66.0	69.3	70.1	70.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.3	0.6	0.5
운전자본의 증감	-71.0	-39.2	-155.5	36.4	25.2
투자활동 현금흐름	-250.2	-202.1	2.8	-175.8	-137.0
유형자산의증가(CAPEX)	-85.5	-103.3	-61.2	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	144.9	-456.7	-288.9	-40.5	-28.0
재무활동 현금흐름	-200.3	-202.4	-186.5	-182.5	-182.5
차입금의 증감	0.5	-1.4	2.6	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	-56.7	27.5	86.5	131.7
기초현금	93.0	105.6	48.9	76.4	162.8
기말현금	105.6	48.9	76.4	162.8	294.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	2,164.3	1,759.0	1,467.8	1,643.7	1,837.3
현금및현금성자산	105.6	48.9	76.4	162.8	294.5
매출채권	4.7	9.8	10.4	11.1	11.6
재고자산	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
비유동자산	2,021.4	2,472.2	2,688.9	2,708.8	2,716.3
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,302.9	1,282.8	1,262.8
무형자산	1.3	0.9	2.8	2.3	1.8
투자자산	525.4	982.1	1,271.1	1,311.6	1,339.6
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,156.8	4,352.5	4,553.6
유동부채	681.3	636.0	582.9	622.9	650.5
매입채무	3.4	3.6	3.8	4.0	4.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.1	8.4	11.6	12.2	12.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	684.4	644.5	594.4	635.1	663.2
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,438.9	3,524.5	3,500.1	3,655.5	3,828.4
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.2
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,562.3	3,717.5	3,890.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,235	6,722	7,105	7,464	7,837
EPS(지배주주)	2,046	1,390	1,567	1,579	1,662
CFPS	2,968	2,302	2,074	2,396	2,807
EBITDAPS	2,829	2,322	2,672	2,547	2,660
BPS	16,365	16,765	16,651	17,377	18,186
DPS	990	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.8	2.8	3.0	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	17.0	23.0	18.9	17.1	16.2
PCR	11.7	13.9	14.3	11.3	9.6
PSR	4.8	4.8	4.2	3.6	3.4
PBR	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EBITDA	605.1	496.8	571.7	545.0	569.1
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.6	7.7	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.4	9.4	9.3	9.3
EBITDA 이익률	39.1	34.5	37.6	34.1	33.9
부채비율	19.5	18.0	16.7	17.1	17.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,241.8	1,834.7	1,399.2		
매출채권회전율(x)	347.8	199.1	150.7	148.8	147.9
재고자산회전율(x)	1,186.4	1,174.7	1,284.9	1,268.5	1,261.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

