2020. 8. 12

강원랜드 035250

1년 후로 시계를 돌린다면

▲ 엔터/레저
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	**30,000 원**
현재주가 (8.11)	**23,050 원**
상승여력	**30.2%**
KOSPI	2,418.67pt
시가총액	49,313억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	58.50%
외국인비중	25.47%
52주 최고/최저가	31,950원/16,250원
평균거래대금	204.7억원
주요주주(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금공단	5.14

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-0.9	-14.5	-22.5
상대주가	-11.9	-21.4	-37.9

주가그래프

- ✓ 2분기 영업적자는 1,038억원으로 예상 수준에 부합한 실적
- ✓ 5월 재개한 회원 영업장은 오픈 후 현재 전년 동기 수준 회복
- ✓ 일반 영업장 일반 테이블 8월부터 운영 시작해 3분기 매출 회복 탄력 예상
- ✓ 1년 후로 타임라인 맞춘다면 동사 매출 정상화 가능성 산업 내 가장 높아
- ✓ 주요 주주들의 재무 현황 고려 시 규제 완화, 배당 당위성 여전히 유효

예상 수준의 2분기

강원랜드의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 346억원(-90.5% YoY)과 -1,038억원(적전 YoY)로 예상 수준에 부합했다. 코로나19로 카지노 매출 대부분을 차지하는 일반영업장이 2분기 휴장하면서 매출 감소가 예상되던 바였다. 다만 5월부터 회원영업장(VIP)이 문을 열었는데, 개장 이후 기존 수준의 70-80% 매출을 회복한 것으로 보인다. 현재는 전년 동기 수준까지 회복했다.

1년 후로 타임라인은 맞춘다면 여전히 주가는 매력적

일반 영업장은 7월 20일 이후 제한적 영업을 시작했다. 동사는 일반 테이블 매출 비중이 44%(카지노 매출 대비 비중, 2019년)에 이르는데, 8월 3일 이후 일반 테이블의 운영이 일부 재개되어 3분기 매출 회복 탄력이 본격화 될 것으로 예상한다. 동사의 2020년 영업적자는 3,572억원으로 예상된다. 상반기 폐광기금 소급분이 적용되며 2,800억원 적자를 기록했으나 하반기는 영업일 수 증가 및 시설 재개로 분기 적자는 빠르게 축소될 전망이다.

동사는 코로나19로 전례 없는 적자를 기록 중이다. 다만, 1년 후로 타임라인을 맞춘다면 동사의 매출 정상화 가능성이 레저 산업 내 가장 높다. 실제로 VIP 영업장은 영업재개 2개월부터 YoY 한 자릿수 감소까지 축소, 현재는 전년 동기와 유사한 수준을 기록하고 있다는 점이 이를 뒷받침한다. 폐광기금을 기대하기 어려운 동사 주요 주주들의 자금 상황을 고려했을 때 규제 완화, 배당 당위성은 여전히 유효하다고 판단한다. Buy 투자의견과 적정주가 30,000원을 유지한다.

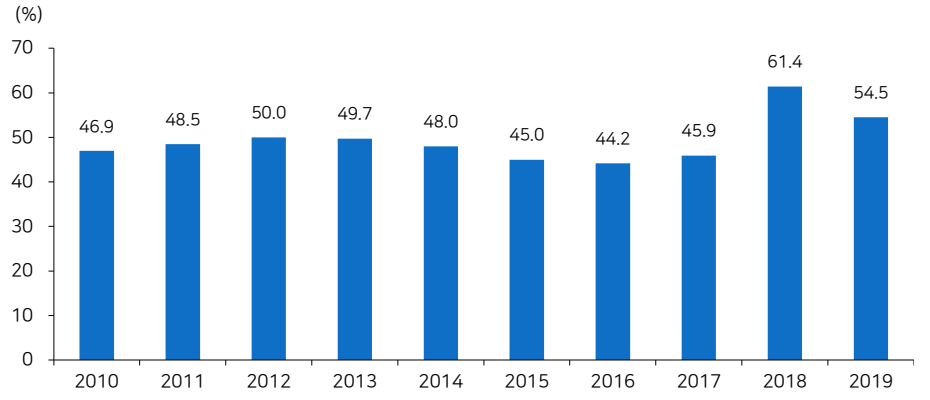
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,438.1	430.7	297.3	1,390	-32.1	16,765	23.0	1.9	10.4	8.4	18.0
2019	1,520.1	501.2	334.7	1,564	12.6	17,377	18.9	1.7	8.0	9.2	19.4
2020E	576.5	-357.2	-238.9	-1,117	-171.4	14,539	-20.6	1.6	-13.8	-7.0	13.9
2021E	1,552.1	469.2	332.4	1,554	-239.1	15,239	14.8	1.5	6.6	10.4	22.6
2022E	1,631.5	514.2	363.7	1,700	9.4	16,085	13.6	1.4	5.6	10.9	22.6

표1 강원랜드 2Q20 실적 Review

(십억원)	2Q20	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	**34.6**	364.3	-90.5	236.0	-85.3	48.4	-28.4	29.6	17.0
영업이익	**-103.8**	172.8	적전	-186.8	적지	-71.4	-45.4	-109.5	5.2
세전이익	**-72.3**	116.8	적전	-220.4	적지	-53.6	-34.9	-106.1	31.8
지배순이익	**-45.6**	50.9	적전	-156.1	적지	-47.0	3.1	-71.4	36.2

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림1 강원랜드 배당성향 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	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**	**1,011.5**	**145.0**	**446.0**	**960.3**
Mass	672.9	619.6	631.7	635.0	670.2	662.8	702.9	658.6	416.1	0.0	124.9	366.6
슬롯머신	585.5	570.6	572.8	555.7	552.4	576.8	629.4	602.2	360.4	0.0	126.9	242.8
VIP테이블	292.5	284.7	386.1	327.3	345.2	350.2	388.3	391.3	235.0	145.0	194.2	350.9
홀드율 (%)	**23.6**	**23.6**	**22.1**	**22.6**	**23.1**	**22.8**	**22.7**	**22.2**	**21.9**	**22.0**	**20.2**	**21.8**
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**	**236.0**	**34.6**	**95.2**	**210.7**
Mass	164.5	151.6	154.5	155.3	163.9	162.1	171.9	161.1	101.8	0.0	30.5	89.7
슬롯머신	145.2	135.8	138.7	131.7	137.0	139.4	152.6	145.5	87.3	0.0	29.1	58.8
VIP테이블	54.3	54.4	57.7	56.4	61.2	61.6	65.5	59.9	32.9	31.9	30.6	60.7
비카지노	45.6	27.7	52.4	40.6	49.1	35.9	53.5	41.6	36.2	6.6	15.1	25.1
매출원가	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	135.5	187.6	232.9	158.1	118.3	122.8	186.5
인건비	31.0	30.8	29.0	57.8	32.3	4.2	30.1	59.2	32.9	37.3	28.8	56.6
콤프	31.1	30.4	33.4	31.4	2.3	2.6	2.6	2.3	1.3	1.0	1.3	2.0
세금	50.9	51.9	53.3	52.2	50.5	55.2	59.3	55.7	29.3	4.8	13.7	31.8
판관비	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	55.9	78.7	75.9	264.7	20.2	25.0	38.2
영업이익	**126.0**	**115.0**	**123.9**	**65.8**	**125.1**	**172.8**	**139.2**	**64.1**	**-186.8**	**-103.8**	**-52.6**	**-13.9**
세전이익	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	116.8	155.4	76.9	-220.4	-72.3	-42.9	-9.9
순이익	90.4	94.6	93.3	19.1	102.4	50.9	128.6	52.6	-156.2	-45.6	-30.4	-6.8
(% YoY)												
드롭액	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	1.1	7.8	8.2	8.8	-35.5	-90.9	-74.1	-41.9
Mass	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	3.7	-37.9	-100.0	-82.2	-44.3
슬롯머신	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	1.1	9.9	8.4	-34.8	-100.0	-79.8	-59.7
VIP테이블	-30.6	-23.0	13.4	7.6	18.0	23.0	0.6	19.5	-31.9	-58.6	-50.0	-10.3
매출액	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-0.3	7.5	9.9	5.9	-37.5	-90.5	-76.5	-43.5
Mass	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	3.7	-37.9	-100.0	-82.2	-44.3
슬롯머신	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	2.7	10.0	10.4	-36.3	-100.0	-80.9	-59.6
VIP테이블	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	12.7	13.2	13.5	6.2	-46.3	-48.2	-53.3	1.4
영업이익	**-22.4**	**-15.1**	**-10.0**	**-31.1**	**-0.7**	**50.2**	**12.3**	**-2.6**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**
순이익	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	13.3	-46.1	37.9	176.2	N/A	N/A	N/A	N/A
Margin (%)												
OPM	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	47.4	34.3	17.2	-79.1	-299.7	-55.3	-6.6
NPM	23.9	27.9	25.3	5.4	27.1	14.0	31.7	14.1	-66.2	-131.6	-32.0	-3.2
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.12	2.22	2.05	2.23	2.10	2.38	2.19	2.37	2.33	24.24	3.15	2.62
% YoY	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-1.0	6.9	7.2	6.4	10.8	919.8	43.7	10.3
일평균방문객 (명)	8,113	7,290	8,452	7,399	8,284	7,348	8,531	7,567	8,194	199	1,994	3,987
% YoY	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	2.1	0.8	0.9	2.3	-1.1	-97.3	-76.6	-47.3

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표3 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
드롭액	**7,042.4**	**6,638.7**	**6,134.5**	**6,530.2**	**2,562.8**	**6,313.2**
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,694.5	907.6	2,984.9
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,360.7	730.1	1,905.1
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,475.0	925.1	1,423.3
홀드율 (%)	**23.1**	**22.9**	**22.8**	**22.7**	**21.6**	**24.9**
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.1	24.3	24.0	31.5
VIP테이블	18.7	18.0	17.3	16.8	16.9	16.9
매출액	**1,696.5**	**1,547.8**	**1,438.1**	**1,520.0**	**576.5**	**1,552.1**
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	659.0	222.0	730.0
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	574.5	175.2	601.0
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	248.2	156.1	239.9
비카지노	67.2	124.3	166.4	180.0	83.0	158.5
매출원가	785.2	730.8	729.6	736.7	585.6	793.7
인건비	150.2	147.7	148.6	125.9	155.7	159.1
콤프	155.7	137.3	10.9	9.7	7.5	11.6
세금	243.0	227.1	208.4	220.7	79.7	234.9
판관비	292.7	286.0	277.8	282.3	348.1	289.2
영업이익	**618.6**	**530.9**	**430.7**	**501.1**	**-357.2**	**469.2**
세전이익	596.9	566.2	410.7	488.9	-345.5	485.0
순이익	454.6	437.6	297.3	334.7	-239.0	332.4
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	6.5	-60.8	146.3
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	5.3	-66.3	228.9
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	3.3	-69.1	160.9
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	14.3	-37.3	53.9
매출액	3.8	-8.8	-7.1	5.7	-62.1	169.2
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	5.3	-66.3	228.9
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	4.2	-69.5	243.1
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	11.4	-37.1	53.6
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	16.4	N/A	N/A
순이익	2.9	-3.7	-32.1	12.6	N/A	N/A
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	29.9	33.0	-62.0	30.2
NPM	26.8	28.3	20.7	22.0	-41.5	21.4
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,564	-1,117	1,554
PER	16.8	17.0	23.0	18.9	-21.1	15.2
PBR	2.4	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.5	8.8	10.4	8.0	-14.2	6.8
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	9.2	-7.0	10.4
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	3.0	3.8	3.8

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,438.1**	**1,520.1**	**576.5**	**1,552.1**	**1,631.5**
매출액증가율 (%)	-7.1	5.7	-62.1	169.2	5.1
매출원가	729.6	736.7	585.6	793.7	816.4
매출총이익	708.5	783.4	-9.1	758.4	815.1
판매관리비	277.8	282.3	348.1	289.2	300.9
영업이익	**430.7**	**501.2**	**-357.2**	**469.2**	**514.2**
영업이익률	30.0	33.0	-62.0	30.2	31.5
금융손익	39.4	81.5	3.9	32.7	38.4
종속/관계기업손익	-0.1	0.2	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-59.3	-93.9	-30.8	31.4	31.4
세전계속사업이익	410.7	488.9	-384.4	533.4	584.0
법인세비용	113.5	154.3	-116.3	161.3	176.5
당기순이익	**297.2**	**334.7**	**-238.9**	**332.2**	**363.5**
지배주주지분 순이익	297.3	334.7	-238.9	332.4	363.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**363.9**	**407.9**	**-825.4**	**687.5**	**475.5**
당기순이익(손실)	297.2	334.7	-238.9	332.2	363.5
유형자산상각비	66.0	72.1	74.8	74.8	74.8
무형자산상각비	0.1	0.3	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	-39.2	-40.1	-631.2	280.0	36.8
투자활동 현금흐름	**-202.1**	**-211.3**	**349.1**	**-226.6**	**-36.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-103.3	-79.6	-42.4	-50.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-455.6	-55.3	179.7	-161.5	-21.2
재무활동 현금흐름	**-202.4**	**-184.8**	**-1.5**	**-181.4**	**-182.3**
차입금의 증감	-1.4	68.0	-4.0	1.1	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-56.7	11.8	-477.8	279.5	256.7
기초현금	105.6	48.9	60.7	-417.1	-137.6
기말현금	48.9	60.7	-417.1	-137.6	119.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,759.0	1,878.2	1,139.0	1,457.3	1,732.4
현금및현금성자산	48.9	60.7	-417.1	-137.6	119.1
매출채권	9.8	7.8	4.4	8.1	8.6
재고자산	1.2	3.6	2.1	3.8	4.0
비유동자산	2,472.2	2,559.9	2,404.1	2,540.3	2,486.4
유형자산	1,314.0	1,370.6	1,330.0	1,305.3	1,230.5
무형자산	0.9	3.9	3.4	2.9	2.5
투자자산	981.0	1,036.3	856.6	1,018.1	1,039.3
자산총계	**4,231.2**	**4,438.1**	**3,543.1**	**3,997.6**	**4,218.7**
유동부채	636.0	651.3	368.1	671.2	711.1
매입채무	3.6	3.9	2.2	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	8.4	69.0	64.6	66.1	66.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**644.5**	**720.4**	**432.6**	**737.4**	**777.4**
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	3,524.5	3,655.5	3,048.2	3,198.0	3,379.0
비지배주주지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	**3,586.8**	**3,717.8**	**3,110.5**	**3,260.3**	**3,441.3**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	6,722	7,105	2,695	7,255	7,626
EPS(지배주주)	1,390	1,564	-1,117	1,554	1,700
CFPS	2,302	2,345	-1,291	2,506	2,696
EBITDAPS	2,322	2,681	-1,317	2,545	2,755
BPS	16,765	17,377	14,539	15,239	16,085
DPS	900	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.8	3.0	3.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	23.0	18.9	-20.6	14.8	13.6
PCR	13.9	12.6	-17.9	9.2	8.5
PSR	4.8	4.2	8.6	3.2	3.0
PBR	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EBITDA	496.8	573.5	-281.7	544.5	589.4
EV/EBITDA	10.4	8.0	-13.8	6.6	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.4	9.2	-7.0	10.4	10.9
EBITDA 이익률	34.5	37.7	-48.9	35.1	36.1
부채비율	18.0	19.4	13.9	22.6	22.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,834.7	255.6	-755.1		
매출채권회전율(x)	199.1	172.4	93.9	248.0	196.0
재고자산회전율(x)	1,174.7	635.3	202.6	535.0	422.8

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)	

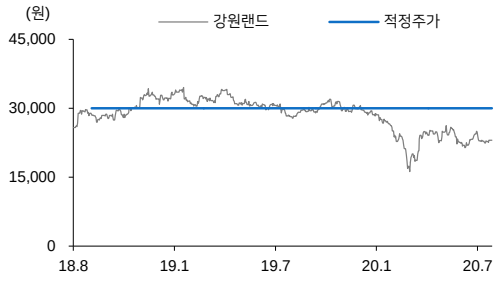
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.09.03	산업분석	Trading Buy	30,000	이효진	-5.1	0.5
2018.11.12	산업분석	Hold	30,000	이효진	4.0	15.2
2019.11.12		1년 경과			-12.1	5.0
2020.04.10	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이