

2022. 2. 11



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **34,000 원**

현재주가 (2.10) **25,900 원**

상승여력 **31.3%**

KOSPI	2,771.93pt
시가총액	55,411억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	58.50%
외국인비중	19.23%
52주 최고/최저가	29,400원/22,000원
평균거래대금	182.5억원

주요주주(%)

한국광해광업공단	36.27
국민연금공단	7.06
강원도개발공사	5.34

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	-3.4	5.9
상대주가	11.8	13.1	18.5

주가그래프



강원랜드 035250

상대적 매력도 그리고 규제 방향성 전환

- ✓ 4분기 영업적자 201억원으로 기대치 하회. 12월 영업 제한 영향이 예상보다 컸던 탓
- ✓ 다만 연차수당 등 비용 효과 고려 시 유사한 매출 추정에도 1분기 턴어라운드 예상
- ✓ 2020년 테이블 및 영업시간 원복에 이어 근 10년만에 영업장 확장 허가
- ✓ 회복 시기 늦어지는 점 아쉬우나 규제 방향성 전환, 2022년 레저 산업 내 자금 이슈 발생 가능성을 고려했을 때 산업 내 동사 매력도 여전히 높아

11월 효과를 무색하게 했던 12월 영업 제한

3분기 동사의 연결 매출 및 영업이익은 각각 2,421억원(+84.4% YoY)과 -201억원(적자축소 YoY)로 시장 기대치 및 당사 추정치를 하회했다. 카지노 매출은 2,370억원으로 전분기 수준에 그쳤다. 11월 위드 코로나 시행으로 2019년 대비 70% 가까운 회복을 보였으나 12월 오미크론 확산으로 방역지침이 강화되자 백신패스 시행 및 영업시간 단축으로 인한 영업 환경 악화 영향이 당사 예상보다 컸다.

정부의 방역지침을 고려 시 1분기 내 현 트렌드가 유지될 가능성이 높다. 다만 4분기 연차수당 등 연중 비용 부담이 가장 큰 분기임을 감안 시 QoQ 카지노 매출 감소가 추정됨에도 불구하고 1분기 영업이익은 185억원으로 턴어라운드가 예상된다.

규제 강화의 방향성 변화는 영업 환경 개선에 대한 기대 높여

채용 비리 사건을 전후로 동사의 규제 강도는 높아졌다. 매출 총량제 준수에 대한 강제성이 부여되고 2017년 말 문체부는 동사의 3년 카지노 라이선스를 연장하며 1) high limit 테이블 20개 및 2) 영업시간 단축을 동사에 명령한 바 있다. 그러나 2020년 코로나로 인해 영업 어려움이 가중되면서 문체부는 두 가지 제한 사항을 풀었고, 지난 12월 30일 근 10년만에 카지노 영업장 확장이 허가되었다. 규제는 방향성이 중요하다는 점을 고려했을 때 지난 5년간 강화되었던 규제가 2020년을 저점으로 턴어라운드 되었다는 점은 향후 기대감을 높인다.

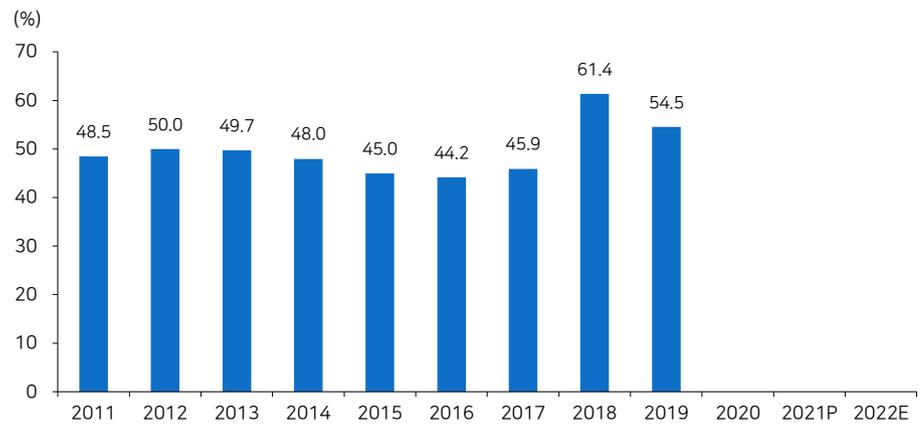
정부의 자영업자 영업 제한이 완화되는 시기에 맞춰 동사의 영업환경 또한 개선될 것으로 예상된다. 오미크론으로 인해 회복의 시기가 늦어진 점은 다소 아쉬우나 자금 이슈가 예상되는 레저 내 풍부한 현금과 가장 빠른 턴어라운드가 예상되는 동사의 매력도는 여전히 높다고 판단된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	478.6	-431.6	-275.9	-1,289	-182.4	15,177	-18.2	1.5	-10.2	-7.9	12.2
2021E	788.4	-52.7	-10.6	-49	-96.2	15,123	-486.8	1.6	128.6	-0.3	20.9
2022E	1,249.1	234.5	201.1	940	-1,999.6	16,063	27.6	1.6	10.7	6.0	30.7
2023E	1,547.6	450.8	328.6	1,536	63.4	17,599	16.9	1.5	5.8	9.1	26.4
2024E	1,594.0	461.6	340.6	1,592	3.7	19,191	16.3	1.3	3.3	8.7	24.8

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	242.1	131.3	84.4	245.3	-1.3	278.9	-13.2	253.5	-4.5
영업이익	-20.1	-76.1	적지	24.3	적전	6.2	N/A	-7.4	N/A
지배순이익	-11.0	-33.3	적지	20.4	적전	0.7	N/A	9.3	N/A
영업이익률(%)	-8.3	-58.0		9.9		2.2		-2.9	
지배순이익률(%)	-4.5	-25.4		8.3		0.2		3.7	

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림1 강원랜드 배당성향 추이 및 전망: 순이익 base 배당 지급



자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표2 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E	2023E
드롭액	1,011.5	145.0	259.0	528.6	417.2	879.4	1,068.2	1,065.2	1,944.0	3,430.0	5,387.1	6,427.5
Mass	416.1	-	43.8	187.3	155.3	338.3	378.7	401.1	647.1	1,273.4	2,235.5	3,103.0
슬롯머신	360.4	-	79.4	198.2	134.4	305.6	376.3	396.5	638.0	1,212.9	1,936.4	1,888.5
VIP테이블	235.0	145.0	135.8	143.1	127.5	235.5	313.2	267.5	658.9	943.7	1,215.2	1,436.0
홀드율 (%)	21.9	22.0	24.4	23.9	23.6	23.2	22.1	22.2	22.8	22.6	22.8	23.6
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	24.2	24.2	24.3	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	23.6	25.7
VIP테이블	14.0	22.0	24.5	22.8	21.8	20.0	16.6	16.0	19.8	18.0	18.7	19.1
매출액	236.0	34.6	76.6	131.3	97.4	203.6	245.2	242.1	478.6	788.4	1,249.1	1,547.6
Mass	101.8	-	10.7	45.8	38.0	82.7	92.6	98.1	158.3	311.4	546.7	758.9
슬롯머신	87.3	-	19.3	48.0	32.6	74.0	91.2	96.1	154.6	293.9	456.7	485.9
VIP테이블	32.9	31.9	33.3	32.6	27.8	47.1	52.1	42.8	130.7	169.7	226.7	274.4
비카지노	36.2	6.6	17.9	14.3	11.9	20.0	32.3	27.5	75.0	91.6	134.2	170.7
매출원가	158.1	118.3	115.0	153.2	131.9	174.8	193.1	227.0	544.5	726.8	891.0	958.6
인건비	32.9	37.3	31.0	42.0	27.1	35.3	35.1	60.7	143.2	158.3	166.5	169.3
컴프	3.3	1.0	1.0	1.0	-	1.5	2.2	1.8	6.1	5.5	6.8	6.8
세금	29.3	4.8	9.5	19.1	11.0	30.9	35.9	36.0	62.8	113.8	183.1	227.0
판관비	264.7	20.2	26.5	54.3	25.1	26.1	27.9	35.2	365.7	114.3	123.5	138.2
영업이익	-186.8	-103.8	-64.9	-76.1	-59.6	2.7	24.3	-20.1	-431.6	-52.7	234.5	450.8
세전이익	-220.4	-72.3	-55.2	-56.6	-55.7	28.4	28.3	-15.2	-404.5	-16.2	230.6	450.6
순이익	-156.1	-45.6	-40.9	-33.3	-40.9	20.9	20.4	-11.0	-275.9	-10.6	201.0	328.5
(% YoY)												
드롭액	-35.5	-90.9	-84.9	-68.0	-58.8	506.5	312.4	101.5	-70.2	76.4	57.1	19.3
Mass	-37.9	적지	-93.8	-71.6	-62.7	적지	765.6	114.2	-76.0	96.8	75.6	38.8
슬롯머신	-34.8	적지	-87.4	-67.1	-62.7	적지	373.8	100.1	-73.0	90.1	59.7	-2.5
VIP테이블	-31.9	-58.6	-65.0	-63.4	-45.7	62.4	130.6	87.0	-55.3	43.2	28.8	18.2
매출액	-37.5	-90.5	-81.1	-64.8	-58.7	487.9	220.2	84.4	-68.5	64.8	58.4	23.9
Mass	-37.9	적지	-93.8	-71.6	-62.7	적지	765.6	114.2	-76.0	96.8	75.6	38.8
슬롯머신	-36.3	적지	-87.4	-67.0	-62.7	적지	372.5	100.2	-73.1	90.1	55.4	6.4
VIP테이블	-46.3	-48.2	-49.2	-45.6	-15.5	47.5	56.4	31.3	-47.3	29.9	33.5	21.1
영업이익	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적지	적전	적지	흑전	92.2
순이익	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적지	적전	적지	흑전	95.4
Margin (%)												
OPM	-79.1	-299.7	-84.7	-58.0	-61.2	1.3	9.9	-8.3	-90.2	-6.7	18.8	29.1
NPM	-66.1	-131.5	-53.3	-25.4	-42.0	10.3	8.3	-4.5	-57.6	-1.3	16.1	21.2
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.3	61.3	6.5	4.3	4.8	4.4	4.2	3.3	3.2	4.0	3.4	2.1
% YoY	10.8	2,479.9	194.8	81.8	105.4	-92.8	-35.0	-23.3	적지	22.5	-14.4	-39.4
일평균방문객 (명)	8,194.2	78.8	1,145.0	3,063.3	1,938.2	2,191.1	2,824.3	3,500.0	1,637.3	2,363.8	4,336.5	8,534.1
% YoY	-1.1	-98.9	-86.6	-59.5	-76.3	2,680.6	146.7	14.3	N/A	44.4	83.5	96.8

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표3 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021P	2022E	2023E
드롭액	6,134.5	6,530.2	1,944.0	3,430.0	5,387.1	6,427.5
Mass테이블	2,559.3	2,694.5	647.1	1,273.4	2,235.5	3,103.0
슬롯머신	2,284.5	2,360.7	638.0	1,212.9	1,936.4	1,888.5
VIP테이블	1,290.6	1,475.0	658.9	943.7	1,215.2	1,436.0
홀드율 (%)	22.8	22.7	22.8	22.6	22.8	23.6
Mass테이블	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.3	24.2	24.2	23.6	25.7
VIP테이블	17.3	16.8	19.8	18.0	18.7	19.1
매출액	1,438.1	1,520.0	478.6	788.4	1,249.1	1,547.6
Mass테이블	625.9	659.0	158.3	311.4	546.7	758.9
슬롯머신	551.4	574.5	154.6	293.9	456.7	485.9
VIP테이블	222.8	248.2	130.7	169.7	226.7	274.4
비카지노	166.4	180.0	75.0	91.6	134.2	170.7
매출원가	729.6	736.7	544.5	726.8	891.0	958.6
인건비	148.6	125.9	143.2	158.3	166.5	169.3
컴프	10.9	9.7	6.1	5.5	6.8	6.8
세금	208.4	220.7	62.8	113.8	183.1	227.0
판관비	277.8	282.3	365.7	114.3	123.5	138.2
영업이익	430.7	501.1	-431.6	-52.7	234.5	450.8
세전이익	410.7	488.9	-404.5	-16.2	230.6	450.6
순이익	297.2	334.7	-275.9	-10.6	201.0	328.5
(% YoY)	-	-	-	-	-	-
드롭액	-7.6	6.5	-70.2	76.4	57.1	19.3
Mass테이블	-8.7	5.3	-76.0	96.8	75.6	38.8
슬롯머신	-4.8	3.3	-73.0	90.1	59.7	-2.5
VIP테이블	-10.1	14.3	-55.3	43.2	28.8	18.2
매출액	-7.1	5.7	-68.5	64.8	58.4	23.9
Mass테이블	-8.6	5.3	-76.0	96.8	75.6	38.8
슬롯머신	-4.8	4.2	-73.1	90.1	55.4	6.4
VIP테이블	-13.8	11.4	-47.3	29.9	33.5	21.1
영업이익	-18.9	16.4	적전	적지	흑전	92.2
순이익	-27.5	19.1	적전	적지	흑전	95.4
Margin (%)	-	-	-	-	-	-
OPM	29.9	33.0	-90.2	-6.7	18.8	29.1
NPM	20.7	22.0	-57.6	-1.3	16.1	21.2
Valuation (배)	-	-	-	-	-	-
EPS (원)	1,389.8	1,564.3	-1,289.4	-49.4	939.8	1,535.7
PER	23.0	18.9	-18.2	-486.2	27.6	16.9
PBR	1.9	1.7	1.5	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.4	8.0	-10.2	128.6	10.7	5.8
ROE (%)	8.4	9.2	-7.9	-0.3	6.0	9.1
Dividend Yield (%)	2.8	3.0	-	-	-	-

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	478.6	788.4	1,249.1	1,547.6	1,594.0
매출액증가율 (%)	-68.5	64.7	58.4	23.9	3.0
매출원가	544.5	726.8	891.0	958.6	987.3
매출총이익	-65.9	61.7	358.1	589.0	606.7
판매관리비	365.7	114.3	123.5	138.2	145.1
영업이익	-431.6	-52.7	234.5	450.8	461.6
영업이익률	-90.2	-6.7	18.8	29.1	29.0
금융손익	45.3	53.4	14.0	17.7	21.2
중속/관계기업손익	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-18.7	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9
세전계속사업이익	-404.5	-16.2	230.6	450.6	464.9
법인세비용	-128.6	-4.1	63.5	122.1	124.3
당기순이익	-275.9	-10.6	201.0	328.5	340.6
지배주주지분 순이익	-275.9	-10.6	201.1	328.6	340.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-655.7	263.4	619.9	351.2	629.6
당기순이익(손실)	-275.9	-10.6	201.0	328.5	340.6
유형자산상각비	76.7	78.9	79.0	78.0	263.5
무형자산상각비	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	-295.7	200.5	339.2	-55.9	25.1
투자활동 현금흐름	844.7	-87.4	-147.9	38.6	-35.3
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-22.6	-40.0	-40.0	0.0
투자자산의감소(증가)	518.3	-3.1	-98.0	16.1	-7.3
재무활동 현금흐름	-183.6	4.0	2.9	-0.5	0.2
차입금의 증감	-3.8	4.1	2.9	-0.5	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.4	180.0	474.9	389.3	594.5
기초현금	60.7	66.1	246.0	720.9	1,110.2
기말현금	66.1	246.0	720.9	1,110.2	1,704.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,498.2	1,809.1	2,328.7	2,649.8	3,275.7
현금및현금성자산	66.1	246.0	720.9	1,110.2	1,705.5
매출채권	2.1	3.9	6.3	5.9	6.0
재고자산	2.2	4.0	6.4	6.0	6.2
비유동자산	2,143.5	2,103.8	2,162.2	2,107.5	1,850.9
유형자산	1,349.4	1,304.2	1,265.1	1,227.1	963.6
무형자산	3.9	3.1	2.5	2.0	1.6
투자자산	518.0	521.1	619.1	603.0	610.2
자산총계	3,641.6	3,912.9	4,490.8	4,757.3	5,126.5
유동부채	330.0	611.1	984.6	923.1	950.7
매입채무	1.2	2.3	3.7	3.4	3.5
단기차입금	0.0	2.7	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	64.6	66.3	69.7	69.1	69.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	394.6	677.4	1,054.3	992.3	1,020.1
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	3,184.8	3,173.2	3,374.3	3,702.8	4,043.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0
자본총계	3,247.0	3,235.5	3,436.5	3,765.0	4,106.5

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	2,237	3,685	5,838	7,234	7,451
EPS(지배주주)	-1,289	-49	940	1,536	1,592
CFPS	-1,458	165	1,544	2,391	3,307
EBITDAPS	-1,656	126	1,469	2,474	3,391
BPS	15,177	15,123	16,063	17,599	19,191
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-18.2	-486.8	27.6	16.9	16.3
PCR	-16.1	145.9	16.8	10.8	7.8
PSR	10.5	6.5	4.4	3.6	3.5
PBR	1.5	1.6	1.6	1.5	1.3
EBITDA	-354.3	26.9	314.2	529.4	725.5
EV/EBITDA	-10.2	128.6	10.7	5.8	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.9	-0.3	6.0	9.1	8.7
EBITDA 이익률	-74.0	3.4	25.2	34.2	45.5
부채비율	12.2	20.9	30.7	26.4	24.8
금융비용부담률	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-230.1	-41.3			
매출채권회전율(x)	96.2	263.7	246.5	255.3	267.7
재고자산회전율(x)	165.1	256.7	240.0	248.6	260.7

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

