

2018. 11. 9



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) **30,000 원**

현재주가 (11.8) **29,150 원**

상승여력 **2.9%**

KOSPI	2,092.63pt
시가총액	62,364억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	53.16%
외국인비중	27.61%
52주 최고/최저가	38,200원/25,400원
평균거래대금	133.5억원

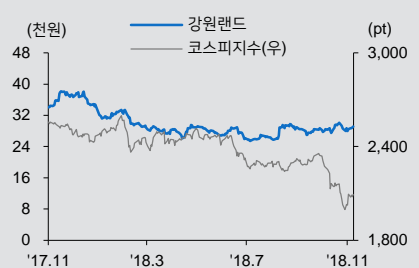
주요주주(%)

한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금	5.06

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	0.5	-15.9
상대주가	10.9	17.7	2.6

주가그래프



강원랜드 035250

영업이익은 선방, 순이익은 하회

- ✓ 3분기 영업이익은 1,239억원으로 기대치 부합
- ✓ 순이익은 산림힐링재단 기부금 120억원 발생해 기대치 하회, 4분기엔 60억원 예정
- ✓ 매출총량제 준수 의무로 연간 5% 넘는 카지노 매출 성장 불가능한 구조
- ✓ 배당이 가장 중요한 지표, 올해 DPS 850원으로 시가배당률 2.9%
- ✓ 성장 낙폭치 않은데 카지노 사업자 중 규제 가장 많아 방어주 성격 외 매력 떨어져

영업이익은 기대치 부합, 순이익은 기부금 발생하며 하회

3분기 강원랜드의 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,691억원(-3.1% YoY)과 1,239억원(-10.0% YoY)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다. 반면, 순이익은 930억원으로 기대치를 하회했는데 이는 산림힐링재단 출자를 위한 기부금 121억원이 반영된 데 따른다. 4분기 동 재단에 60억원 추가 출자가 예정되어 있다.

추석 효과와 신규 채용 인력 투입(9월)으로 3분기 카지노 매출액은 3,509억원을 기록, QoQ 170억원 증가했다. 3분기 개장한 워터파크는 매출 78억원, 원가 67억원을 기록했다.

배당 기대치 내려야: 시가 배당률 2.9% 전망

2018년 강원랜드의 매출액과 영업이익은 각각 1조 5천억원(-6.3% YoY)과 4,592억원(-7.6% YoY)로 전망한다. 카지노 매출은 1조 4,252억원으로 YoY 6.4% 감소할 전망이다. 4분기 기부금 60억원을 고려한 2018년 순이익은 3,533억원으로 YoY 19% 감소할 전망이다. 동사의 배당성향은 45~50% 수준을 유지해왔다. 올해 49% 배당성향을 가정했을 때 주당 배당금은 850원으로 시가배당률은 2.9%에 불과하다.

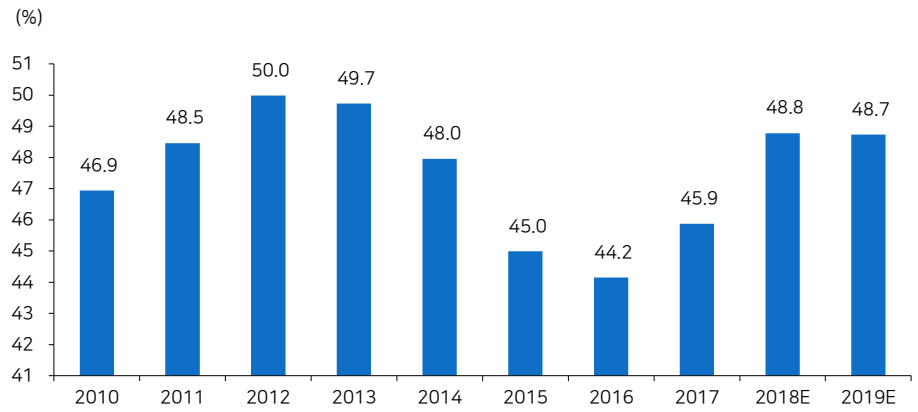
지자체 강원랜드 매출 총량(1조 4,300억원)과 매년 2~3% 증가폭이 제한되는 점을 고려했을 때 내년 카지노 매출은 1조 5천억원으로 전망된다. 3분기 오픈한 워터파크 비용이 내년 full year로 반영, 연결 영업이익은 4,544억원으로 올해 수준에 그칠 전망이다. 동사는 매출 총량제 준수 의무로 연간 5% 넘는 카지노 매출 성장이 불가능하다. 배당이 가장 중요한 지표인데, 내년 영업이익 증익이 어렵고 광물자원공사와 광해공단의 합병은 표류 중이다. 적정주가 3만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,696.5	618.6	454.6	2,125	2.9	15,203	16.8	2.4	8.5	14.5	22.3
2017	1,604.5	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018E	1,502.8	459.0	353.7	1,653	-19.2	16,310	17.6	1.8	8.3	10.1	26.1
2019E	1,695.4	458.5	364.0	1,702	2.9	17,158	17.1	1.7	7.9	10.2	26.1
2020E	1,760.4	412.6	329.5	1,540	-9.5	17,893	18.9	1.6	8.3	8.8	25.8

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	369.1	380.8	-3.1	338.7	9.0	368.0	0.3	374.3	-1.4
영업이익	123.9	137.6	-10.0	115.0	7.8	124.0	-0.1	120.1	3.2
세전이익	124.2	160.9	-22.8	124.5	-0.3	137.6	-9.7	136.1	-8.7
순이익	93.3	119.0	-21.6	94.6	-1.4	103.8	-10.1	99.3	-6.0

자료: 강원랜드, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 배당성향 추이



자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
드롭액	1,776.1	1,762.0	1,822.3	1,682.0	1,740.7	1,644.0	1,654.1	1,599.8	1,550.9	1,475.0	1,590.6	1,559.6
Mass	778.8	753.3	781.0	763.6	726.7	683.8	695.2	696.5	672.9	619.6	631.7	687.9
슬롯머신	616.1	631.6	649.5	609.4	592.5	590.3	618.6	599.3	585.5	570.6	572.8	572.8
VIP테이블	381.2	377.1	391.8	309.1	421.6	370.0	340.4	304.1	292.5	284.7	386.1	299.0
홀드올 (%)	23.1	22.9	23.0	23.4	22.7	22.8	22.8	23.6	23.6	23.6	22.1	23.6
Mass	24.2	24.5	24.5	24.5	24.4	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	23.8	24.2	23.7	24.8	23.8	24.2	24.1
VIP테이블	18.3	18.1	18.2	20.5	16.6	17.9	16.7	21.4	18.6	19.1	14.9	20.8
매출액	436.6	411.8	438.1	410.0	409.1	372.9	380.8	385.0	378.4	338.7	369.1	416.5
Mass	188.6	184.9	191.0	186.8	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	168.2
슬롯머신	152.8	150.3	157.3	144.4	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	138.0
VIP테이블	69.9	68.4	71.4	63.5	70.0	66.4	56.9	65.2	54.3	54.4	57.7	62.3
비카지노	25.3	8.2	18.4	15.3	14.7	-1.3	4.0	7.4	14.4	-3.1	18.2	48.0
매출원가	185.0	182.6	195.3	222.3	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	243.6
인건비	30.7	30.6	34.8	54.2	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	34.7	63.3
컴프	37.0	38.2	39.7	40.7	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	33.4	32.4
세금	58.6	60.7	63.7	59.9	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.3	56.0
판관비	73.7	69.0	81.2	68.9	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	78.9
영업이익	177.9	160.3	161.7	118.8	162.4	135.5	137.6	95.4	126.0	115.0	123.9	94.1
세전이익	189.1	164.1	166.6	77.1	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	99.3
순이익	142.8	123.7	124.3	63.8	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	75.4
(% YoY)												
드롭액	4.3	7.7	5.1	1.0	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-2.5
Mass	3.7	7.1	2.9	5.2	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-1.2
슬롯머신	10.0	11.8	3.6	0.2	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-4.4
VIP테이블	-2.9	2.2	12.7	-6.9	10.6	-1.9	-13.1	-1.6	-30.6	-23.0	13.4	-1.7
매출액	2.6	5.9	6.0	1.0	-6.3	-9.5	-13.1	-6.1	-7.5	-9.2	-3.1	8.2
Mass	2.5	5.6	3.1	4.4	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-1.2
슬롯머신	10.0	11.8	3.6	0.2	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-2.9
VIP테이블	-5.3	-2.7	24.2	-4.0	0.3	-2.9	-20.3	2.7	-22.5	-18.1	1.3	-4.4
영업이익	5.0	8.4	2.4	-1.1	-8.7	-15.5	-14.9	-19.7	-22.4	-15.1	-10.0	-1.4
순이익	7.9	27.1	4.5	-31.4	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-3.8
Margin (%)												
OPM	40.7	38.9	36.9	29.0	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	22.6
NPM	32.7	30.0	28.4	15.5	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	18.1
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.17	2.41	2.10	2.23	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.09
% YoY	2.2%	6.4%	3.2%	1.5%	0.8%	-5.9%	-3.3%	-8.1%	-3.0%	-1.9%	0.7%	1.9%
일평균방문객 (명)	8,979	8,041	9,426	8,192	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	8,113
% YoY	0.9%	1.2%	1.8%	-0.5%	-1.7%	-0.8%	-6.1%	3.5%	-8.1%	-8.6%	-4.5%	-4.3%

주: 2017년 실적부터 IRFS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠증권리서치센터

표3 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
드롭액	7,042.4	6,638.7	6,176.1	6,496.4	6,637.3	6,834.9
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,612.2	2,810.4	2,928.3	3,094.8
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,301.6	2,301.1	2,303.0	2,296.3
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,262.3	1,385.0	1,406.1	1,443.8
홀드율 (%)	23.1	22.9	23.1	23.0	23.0	23.0
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.2	24.1	24.1	24.1
VIP테이블	18.7	18.0	18.1	18.1	18.3	18.3
매출액	1,696.5	1,547.8	1,502.7	1,695.4	1,760.4	1,836.1
Mass테이블	751.4	685.2	638.8	687.3	716.1	756.9
슬롯머신	604.8	579.3	557.7	555.4	555.9	554.2
VIP테이블	273.1	258.6	228.7	250.9	257.1	263.6
비카지노	67.2	81.5	173.8	201.7	231.3	261.4
매출원가	785.2	730.8	747.9	910.9	993.9	1,081.4
인건비	150.2	147.7	159.9	175.7	185.7	196.2
컴프	155.7	137.3	127.3	145.6	147.7	151.8
세금	243.0	227.1	212.2	223.1	228.5	235.5
판관비	292.7	286.0	295.8	326.0	353.9	385.8
영업이익	618.6	530.9	459.0	458.5	412.6	368.9
세전이익	596.9	566.2	472.3	486.5	440.6	396.8
순이익	454.6	437.6	353.7	364.0	329.5	296.7
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.0	5.2	2.2	3.0
Mass테이블	4.7	-8.9	-6.8	7.6	4.2	5.7
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.1	0.0	0.1	-0.3
VIP테이블	1.3	-1.6	-12.1	9.7	1.5	2.7
매출액	3.8	-8.8	-2.9	12.8	3.8	4.3
Mass테이블	3.9	-8.8	-6.8	7.6	4.2	5.7
슬롯머신	6.3	-4.2	-3.7	-0.4	0.1	-0.3
VIP테이블	2.0	-5.3	-11.5	9.7	2.5	2.5
영업이익	3.9	-14.2	-13.5	-0.1	-10.0	-10.6
순이익	2.9	-3.7	-19.2	2.9	-9.5	-10.0
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	30.5	27.0	23.4	20.1
NPM	26.8	28.3	23.5	21.5	18.7	16.2
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,653	1,702	1,540	1,549
PER	16.8	17.0	17.6	17.1	18.9	18.8
PBR	2.4	2.1	1.8	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	8.5	8.8	8.3	7.9	8.3	5.2
ROE (%)	14.5	13.0	10.1	10.2	8.8	8.4
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.9	3.1	2.9	2.9

주: 2017년 실적부터 IRFS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,696.5	1,604.5	1,502.8	1,695.4	1,760.4
매출액증가율 (%)	3.8	-5.4	-6.3	12.8	3.8
매출원가	785.2	787.5	748.0	910.9	993.9
매출총이익	911.4	816.9	754.8	784.5	766.5
판매관리비	292.7	286.0	295.8	326.0	353.9
영업이익	618.6	530.9	459.0	458.5	412.6
영업이익률	36.5	33.1	30.5	27.0	23.4
금융손익	40.5	52.7	48.7	48.9	49.0
중속/관계기업손익	0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-62.3	-17.3	-37.9	-20.9	-20.9
세전계속사업이익	596.9	566.2	469.6	486.5	440.7
법인세비용	142.3	128.7	117.9	126.3	115.0
당기순이익	454.5	437.5	353.6	364.0	329.4
지배주주지분 순이익	454.6	437.6	353.7	364.0	329.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	596.5	463.1	248.0	457.2	426.4
당기순이익(손실)	454.5	437.5	353.6	364.0	329.4
유형자산상각비	74.8	74.2	64.0	60.5	60.5
무형자산상각비	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	10.3	-71.0	-172.6	32.7	36.4
투자활동 현금흐름	-411.5	-250.2	-307.4	-203.0	-130.9
유형자산의증가(CAPEX)	-74.6	-85.5	-214.1	-30.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-259.1	144.9	-22.5	-36.0	-22.0
재무활동 현금흐름	-197.7	-200.3	-2.2	-172.3	-182.5
차입금의 증감	0.9	0.5	198.6	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-12.7	12.6	-77.8	81.9	113.0
기초현금	105.7	93.0	105.6	27.8	109.7
기말현금	93.0	105.6	27.8	109.7	222.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,809.5	2,164.3	2,174.7	2,397.5	2,596.8
현금및현금성자산	93.0	105.6	27.8	109.7	222.7
매출채권	4.3	4.7	4.9	5.2	5.4
재고자산	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
비유동자산	2,169.5	2,021.4	2,227.0	2,232.4	2,218.8
유형자산	1,315.7	1,298.0	1,482.2	1,451.7	1,416.2
무형자산	1.9	1.3	1.3	1.3	1.2
투자자산	670.3	525.4	547.9	583.9	605.9
자산총계	3,979.0	4,185.7	4,401.7	4,629.9	4,815.6
유동부채	718.9	681.3	910.5	957.2	985.7
매입채무	3.1	3.4	3.5	3.7	3.9
단기차입금	0.0	0.0	200.0	200.0	200.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.4	3.1	1.8	1.9	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.9	1.4	0.0	0.0	0.0
부채총계	726.3	684.4	912.3	959.0	987.7
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	3,190.3	3,438.9	3,427.1	3,608.7	3,765.8
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1
자본총계	3,252.7	3,501.2	3,489.4	3,670.9	3,828.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	7,930	7,500	7,024	7,925	8,229
EPS(지배주주)	2,125	2,046	1,653	1,702	1,540
CFPS	3,258	2,968	2,341	2,307	2,070
EBITDAPS	3,242	2,829	2,445	2,426	2,212
BPS	15,203	16,365	16,310	17,158	17,893
DPS	990	990	850	900	850
배당수익률(%)	2.8	2.8	2.9	3.1	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	16.8	17.0	17.6	17.1	18.9
PCR	11.0	11.7	12.5	12.6	14.1
PSR	4.5	4.6	4.1	3.7	3.5
PBR	2.4	2.1	1.8	1.7	1.6
EBITDA	693.6	605.1	523.1	519.1	473.2
EV/EBITDA	8.5	8.8	8.3	7.9	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.5	13.0	10.1	10.2	8.8
EBITDA 이익률	40.9	37.7	34.8	30.6	26.9
부채비율	22.3	19.5	26.1	26.1	25.8
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,608.4	2,241.8	3,332.0		
매출채권회전율(x)	372.9	360.5	316.2	338.3	334.2
재고자산회전율(x)	1,157.6	1,229.9	1,132.1	1,211.2	1,196.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이효진)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 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	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Trading Buy	30,000	이효진	-6.8	-5.0	
2018.09.27	산업브리프	Trading Buy	30,000	이효진	-5.2	0.5	
2018.11.09	기업브리프	Trading Buy	30,000	이효진	-	-	