

2019. 2. 15

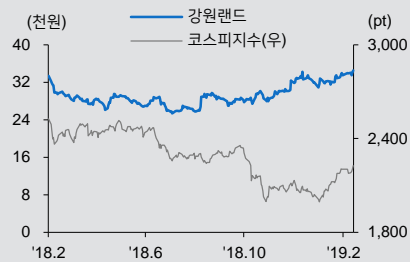


▲ 엔터/레저
Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	30,000 원
현재주가 (2.14)	34,550 원
상승여력	-13.2%
KOSPI	2,225.85pt
시가총액	73,916억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	53.16%
외국인비중	28.27%
52주 최고/최저가	34,550원/25,400원
평균거래대금	146.2억원
주요주주(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금	5.14
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	7.0 16.9 16.3
상대주가	-0.8 18.7 26.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	1,438.1	430.7	297.3	1,389	-32.1	16,191	23.0	2.0	9.7	8.5	19.4
2019E	1,515.6	406.6	304.0	1,421	2.2	16,948	24.3	2.0	11.0	8.6	20.4
2020E	1,625.2	430.5	320.4	1,498	5.4	17,640	23.1	2.0	10.1	8.7	20.5
2021E	1,742.7	417.3	331.4	1,549	-2.5	18,733	18.8	1.6	5.2	8.4	22.2

강원랜드 035250

공급 제한이 아닌, 수요 부진이 원인임을 보여준 4분기 실적

- ✓ 4분기 영업이익은 658억원으로 기대치 크게 하회. 투자 손실 및 3분기에 이은 기부금 반영되며 순이익은 이보다 큰 폭 하회
- ✓ 2018년 순이익 또한 YoY 32% 감소해 배당 기대치 낮춰야
- ✓ 전년 수준 배당성향 가정 시 2018년 DPS 700원 전망
- ✓ 성장 폭록치 않은데 배당 수익률 2% 수준으로 낮아 추가 매력 떨어져

영업 부진 및 비용 증가로 4분기 실적은 기대치 하회

4분기 강원랜드의 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,519억원(-8.6% YoY)과 658억원(-31.1% YoY)으로 기대치를 큰 폭으로 하회했다. 순이익은 190억원으로 기대치를 하회했는데 이는 산림힐링재단 출자를 위한 기부금 60원과 추추파크 투자손상차손이 증가하며 영업외 비용이 408억원으로 YoY 129% 증가한 데 따른다.

하반기 채용된 직원들의 투입이 추석 전후로 이루어지며 카지노 매출이 3분기와 유사한 수준일 것으로 기대했으나 고객 감소(-13% YoY)로 부진을 면치 못해 역대 버리지 효과가 발생했다.

당사가 파악한 바에 따르면 2019년 누적 카지노 매출 또한 부진한 상황이다. 고객 부진 및 영업시간 단축 전과의 비교에 따른 높은 기저 효과가 그 원인이다. 반면, 1) 증가한 인건비, 2)워터월드를 비롯한 비카지노 시설 증가로 비용 부담은 전년 대비 커졌다. 상반기 감익이 불가피한 이유다.

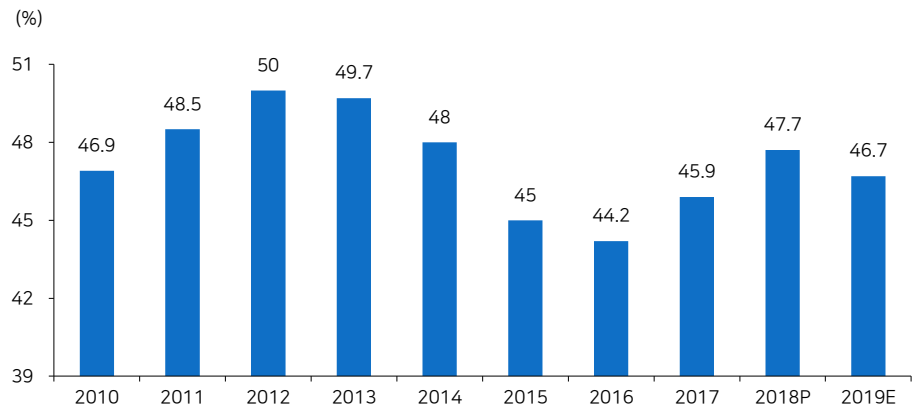
2019년 감익 이어질 것

상반기 고객 감소에 따른 부담으로 2019년 강원랜드의 카지노 매출은 YoY 4% 증가하는 데 그치며 영업이익은 4,068억원으로 감익 사이클이 이어질 전망이다. 외국인 카지노가 총량에서 제외되며 5년간 1,500억원이란 룬을 확보했지만, 현재 동사의 실적 부진의 근본 원인은 탑라인에 대한 제재보다는 수요 부진이다. 이익 감소 영향으로 배당에 대한 기대치 또한 낮춰야 할 전망이다. 배당성향 48%(YoY +1.8%p) 가정 시 2018년 주당배당금은 700원으로 시가배당을 2.2%에 불과하다. 성장 여력이 풍부하지 않은 동사는 배당이 가장 중요한 지표인데, 2019년 증익이 어려워 주당배당금 증가 또한 기대하기 어려워 상승 여력은 높지 않다.

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	351.9	385.0	-8.6	369.1	-4.7	366.4	-4.0	408.9	-13.9
영업이익	65.8	95.4	-31.1	123.9	-46.9	88.5	-25.7	94.9	-30.7
세전이익	37.7	94.2	-60.0	124.2	-69.6	75.5	-50.1	99.0	-61.9
지배순이익	19.5	78.4	-75.7	93.3	-79.6	73.5	-73.5	75.2	-74.1

자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 강원랜드 배당성향 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
드롭액	1,740.7	1,644.0	1,654.1	1,599.8	1,550.9	1,475.0	1,590.6	1,518.0	1,529.6	1,521.6	1,680.1	1,674.5
Mass	726.7	683.8	695.2	696.5	672.9	619.6	631.7	635.0	663.0	655.3	723.3	711.6
슬롯머신	592.5	590.3	618.6	599.3	585.5	570.6	572.8	555.7	560.3	569.1	570.7	576.9
VIP테이블	421.6	370.0	340.4	304.1	292.5	284.7	386.1	327.3	306.3	297.2	386.1	386.1
홀드율 (%)	22.7	22.8	22.8	23.6	23.6	23.6	22.1	23.1	22.7	23.1	22.5	22.6
Mass	24.4	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	23.8	24.2	23.7	24.1	24.0	24.1	24.0
VIP테이블	16.6	17.9	16.7	21.4	18.6	19.1	14.9	17.2	16.6	18.4	16.6	17.2
매출액	409.1	372.9	380.8	385.0	378.4	338.7	369.1	351.9	367.4	356.0	400.5	391.7
Mass	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	155.3	162.1	160.3	176.9	174.0
슬롯머신	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	131.7	134.9	136.8	137.6	138.4
VIP테이블	70.0	66.4	56.9	65.2	54.3	54.4	57.7	56.4	50.9	54.7	64.2	66.5
비카지노	14.7	-1.3	4.0	7.4	14.4	-3.1	18.2	1.0	19.5	4.3	21.8	12.7
매출원가	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	225.2	192.6	187.3	201.2	255.1
인건비	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	29.0	57.8	33.0	33.9	31.0	53.3
컴프	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	31.4	38.9	32.6	31.7	35.3	45.9
세금	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.9	52.6	49.0	53.5	57.6	57.6
판관비	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	60.9	61.8	66.8	78.7	65.5
영업이익	162.4	135.5	137.6	95.4	126.0	115.0	123.9	65.8	113.0	102.0	120.6	71.0
세전이익	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	37.7	110.6	112.1	129.9	81.0
순이익	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	19.0	80.5	85.1	97.6	40.8
(% YoY)												
드롭액	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	-1.4	3.2	5.6	10.3
Mass	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-1.5	5.7	14.5	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-4.3	-0.3	-0.4	3.8
VIP테이블	10.6	-1.9	-13.1	-1.6	-30.6	-23.0	13.4	7.6	4.7	4.4	0.0	18.0
매출액	-6.3	-9.5	-13.1	-6.1	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-2.9	5.1	8.5	11.3
Mass	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-1.5	5.7	14.5	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-7.1	0.8	-0.8	5.1
VIP테이블	0.3	-2.9	-20.3	2.7	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	-6.3	0.5	11.3	18.0
영업이익	-8.7	-15.5	-14.9	-19.7	-22.4	-15.1	-10.0	-31.1	-10.3	-11.3	-2.7	8.0
순이익	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-75.8	-11.0	-10.0	4.6	114.8
Margin (%)												
OPM	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	18.7	30.8	28.6	30.1	18.1
NPM	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	5.4	21.9	23.9	24.4	10.4
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.23	2.12	2.19	2.16	2.24
% YoY	0.8	-5.9	-3.3	-8.1	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-0.2	-1.3	5.6	0.3
일평균방문객 (명)	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	7,399	8,015	7,622	8,452	8,139
% YoY	-1.7	-0.8	-6.1	3.5	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	-1.2	4.6	0.0	10.0

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
드롭액	7,042.4	6,638.7	6,134.5	6,405.8	6,827.0	7,089.9
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,753.1	2,976.2	3,210.4
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,276.9	2,371.8	2,361.0
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,375.8	1,479.0	1,518.5
홀드율 (%)	23.1	22.9	22.9	22.7	22.8	22.8
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.1	24.1	24.0	24.0
VIP테이블	18.7	18.0	17.3	17.2	17.6	17.4
매출액	1,696.5	1,547.8	1,438.1	1,515.6	1,625.2	1,708.4
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	673.3	727.9	785.2
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	547.7	569.7	567.2
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	236.3	260.0	263.7
비카지노	67.2	81.5	165.7	203.8	224.0	253.1
매출원가	785.2	730.8	729.6	836.2	914.6	978.2
인건비	150.2	147.7	148.6	151.3	158.5	164.3
컴프	155.7	137.3	131.8	145.5	156.4	160.7
세금	243.0	227.1	209.4	217.6	232.9	241.7
판관비	292.7	286.0	277.8	272.8	280.2	286.8
영업이익	618.6	530.9	430.7	406.6	430.5	443.4
세전이익	596.9	566.2	410.7	433.5	457.4	470.3
순이익	454.6	437.6	297.3	304.0	320.4	329.4
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	4.4	6.6	3.9
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	7.6	8.1	7.9
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	-0.3	4.2	-0.5
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	6.6	7.5	2.7
매출액	3.8	-8.8	-7.1	5.4	7.2	5.1
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	7.6	8.1	7.9
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	-0.7	4.0	-0.4
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	6.1	10.0	1.4
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	-5.6	5.9	3.0
순이익	2.9	-3.7	-32.1	2.2	5.4	2.8
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	29.9	26.8	26.5	26.0
NPM	26.8	28.3	20.7	20.1	19.7	19.3
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,389	1,421	1,498	1,549
PER	16.8	17.0	23.0	24.3	23.1	18.8
PBR	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0	1.6
EV/EBITDA	8.5	8.8	9.7	11.0	10.1	5.2
ROE (%)	14.5	13.0	8.5	8.6	8.7	8.4
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.2	2.0	2.5	2.5

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,604.5	1,438.1	1,515.6	1,625.2	1,742.7
매출액증가율 (%)	-5.4	-10.4	5.4	7.2	7.2
매출원가	787.5	729.6	836.2	914.6	980.7
매출총이익	816.9	708.5	679.4	710.6	762.0
판매관리비	286.0	277.8	272.8	280.2	344.7
영업이익	530.9	430.7	406.6	430.5	417.3
영업이익률	33.1	30.0	26.8	26.5	23.9
금융손익	52.7	39.4	47.8	47.9	58.2
중속/관계기업손익	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.3	-36.8	-20.9	-20.9	0.0
세전계속사업이익	566.2	433.4	433.5	457.5	475.5
법인세비용	128.7	117.9	126.3	115.0	111.7
당기순이익	437.5	297.2	303.9	320.3	331.4
지배주주지분 순이익	437.6	297.3	304.0	320.4	331.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	463.1	154.8	427.7	384.2	640.2
당기순이익(손실)	437.5	297.2	303.9	320.3	331.4
유형자산상각비	74.2	65.2	61.5	61.5	273.5
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-71.0	-228.5	62.3	2.3	46.7
투자활동 현금흐름	-250.2	228.0	-281.5	-157.2	-111.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-85.5	-86.6	-30.0	-25.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	144.9	62.5	-52.3	-27.5	-39.2
재무활동 현금흐름	-200.3	-132.2	-141.9	-141.9	-172.3
차입금의 증감	0.5	68.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	234.4	4.3	85.1	356.1
기초현금	93.0	105.6	340.0	344.3	429.4
기말현금	105.6	340.0	344.3	429.4	469.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,164.3	2,153.7	2,362.9	2,555.7	2,749.4
현금및현금성자산	105.6	340.0	344.3	429.4	469.3
매출채권	4.7	4.1	4.6	4.8	5.2
재고자산	1.3	1.1	1.3	1.3	1.4
비유동자산	2,021.4	1,982.0	2,002.7	1,993.7	1,759.3
유형자산	1,298.0	1,320.3	1,288.8	1,252.3	978.8
무형자산	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
투자자산	525.4	462.9	515.2	542.7	581.9
자산총계	4,185.7	4,135.7	4,365.7	4,549.4	4,508.7
유동부채	681.3	670.3	738.1	773.7	824.6
매입채무	3.4	3.0	3.3	3.5	3.7
단기차입금	0.0	70.0	70.0	70.0	70.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.1	1.5	1.7	1.7	1.9
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	671.7	739.7	775.5	826.5
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	3,401.6	3,563.7	3,711.7	3,945.5
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1
자본총계	3,501.2	3,464.0	3,626.0	3,774.0	4,007.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,500	6,722	7,084	7,597	8,146
EPS(지배주주)	2,046	1,389	1,421	1,498	1,549
CFPS	2,968	2,128	2,084	2,174	3,088
EBITDAPS	2,829	2,318	2,188	2,300	3,229
BPS	16,365	16,191	16,948	17,640	18,733
DPS	990	700	700	850	850
배당수익률(%)	2.8	2.2	2.0	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	17.0	23.0	24.3	23.1	18.8
PCR	11.7	15.0	16.6	15.9	9.4
PSR	4.6	4.8	4.9	4.5	4.2
PBR	2.1	2.0	2.0	2.0	1.6
EBITDA	605.1	496.0	468.2	492.0	690.9
EV/EBITDA	8.8	9.7	11.0	10.1	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.5	8.6	8.7	8.4
EBITDA 이익률	37.7	34.5	30.9	30.3	39.6
부채비율	19.5	19.4	20.4	20.5	22.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,241.8	2,517.5			
매출채권회전율(x)	360.5	328.6	350.0	347.0	350.0
재고자산회전율(x)	1,229.9	1,176.6	1,253.0	1,242.2	1,253.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 15일 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	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 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	-5.1	0.5	
2018.11.12	산업분석	Hold	30,000	이효진	-3.9	2.0	
2018.11.28	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-0.3	14.2	
2019.01.04	산업브리프	Hold	30,000	이효진	2.2	15.2	
2019.02.15	기업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-	