

2019. 4. 24



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**

02. 6098-6684

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

파라다이스(034230)	Buy	30,000원
GKL(114090)	Buy	29,000원

관심종목

강원랜드(035250)	Hold	30,000원
--------------	------	---------

카지노

변화, 그리고 가능성?

- ✓ 외인 카지노, 발표된 카지노 매출 고려 시 컨센서스 하회 전망
- ✓ 한중 노선 증가, 파친코 규제 및 카지노 합법화에 따른 일본 관광객 유입 효과는 외인 카지노 연간 두 자릿수 성장을 여전히 지지
- ✓ 강원랜드: 자체 노력을 통해 고객 이탈은 방어, 낮아진 컨센서스 충족 전망
- ✓ 내국인 카지노 매출 총량 증가 온전히 누리기에는 테이블 리미트 낮은 한계 존재
- ✓ 상방 뚫려 있는 외인 카지노를 내국인 카지노 대비 선호하는 기존 입장 유지

외인 카지노: 발표된 악재보다는 변하는 외부 환경에 초점을

외인 카지노 업체인 파라다이스와 GKL 의 1 분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망이다. 다만 월별 카지노 매출을 통해 시장에 인지가 된 상태이기 때문에 실적 하회와 주가에 미칠 영향은 제한적일 전망이다. 인바운드 성수기인 하반기를 지나 비수기인 상반기에 접어들면서 GKL 와 파라다이스 기존 사업장(P-city 제외)은 4 분기 대비 1 분기 매출이 감소했다. 이는 매년 있어온 계절성으로 성장성 훼손 문제는 아니다.

1) 중국 대형 공항 증설에 따른 한중 노선 증가, 2) 파친코 규제 및 카지노 합법화에 따른 일본 관광객의 한국 카지노 유입 효과는 여전히 외인 카지노의 두 자릿수 성장을 지지하고 있다. 외인 카지노의 두 축인 중국과 일본의 성장세가 유효한 데 반해 주가에는 반영되지 못한 상태. 인바운드 성수기에 진입하는 하반기 이전에 외인카지노의 비중확대를 추천한다.

내국인 카지노: 발표된 호재, 그러나 매출 증가까지는 한 스텝 더 풀려야

강원랜드의 1 분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 3,697 억원(-2.3% YoY)과 1,145 억원(-9.1% YoY)으로 낮아진 컨센서스에 부합할 전망이다. 2 월 초까지 부진했던 고객 유입은 피크 시간에 테이블을 늘리는 전략을 통해 영업 시간 단축(지난해 4 월부터 영업 종료 시간이 기존 6 시에서 4 시로 당겨짐) 영향을 상쇄했다. 1Q18 광고선전비로 계상된 평창올림픽 기부금 170 억원이 올해는 발생하지 않으나 1) 카지노 매출 소폭 하락, 2) 워터파크 비용, 3) 채용비리 이슈 후 신규 인원의 인건비가 더해지며 증익은 쉽지 않아 보인다.

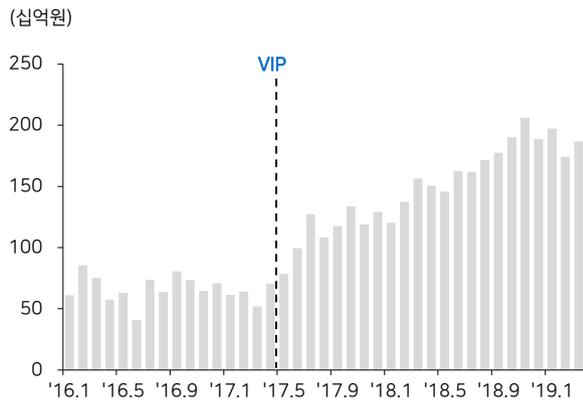
2020 년까지 영업 연장을 보장받으며 정부에서 뺀 테이블들은 동사의 테이블 중 가장 높은 리미트의 테이블이었다. 외인카지노가 매출 총량제에서 제외되며 동사의 매출총량은 기존 대비 천억원 이상 증가할 전망이나 낮은 리미트의 테이블만으로는 늘어난 매출 총량을 온전히 누리기 어려운 상황이다. 지난해 600 억 가량 발생했던 기타손실이 올해 160 억으로 대폭 줄어든다고 가정하더라도 현재 동사의 주가는 2019 년 PER 기준 22 배로 과거 최고 수준에 해당한다.

표1 파라다이스 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	200.4	179.5	11.6	216.8	-7.6	208.8	-4.0
영업이익	-11.5	4.8	N/A	-13.4	N/A	-2.6	N/A
세전이익	-25.5	-0.0	N/A	-33.8	N/A	-5.6	N/A
지배순이익	-16.6	3.1	N/A	-27.1	N/A	-2.9	N/A

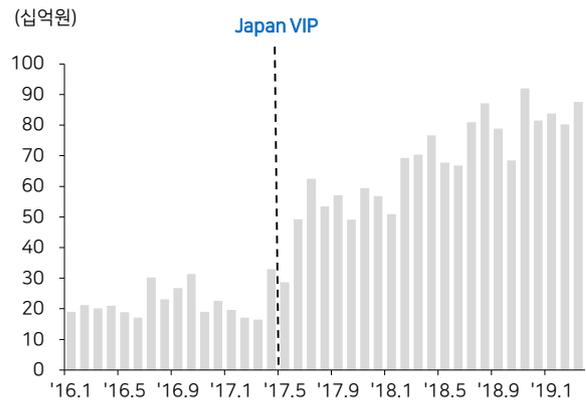
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 P-city VIP 드롭액 증가세를 살펴보면...



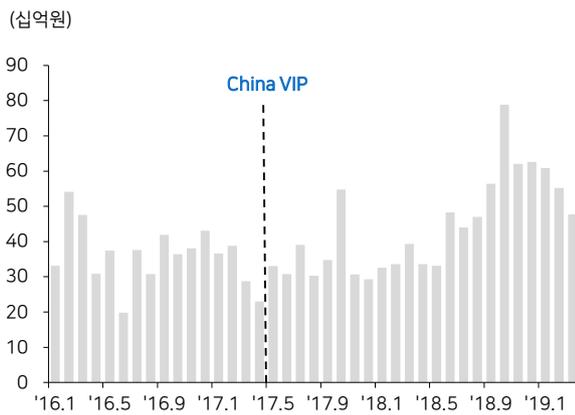
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 VIP 드롭액 증가는 일본 VIP 증가가 가장 큰 영향



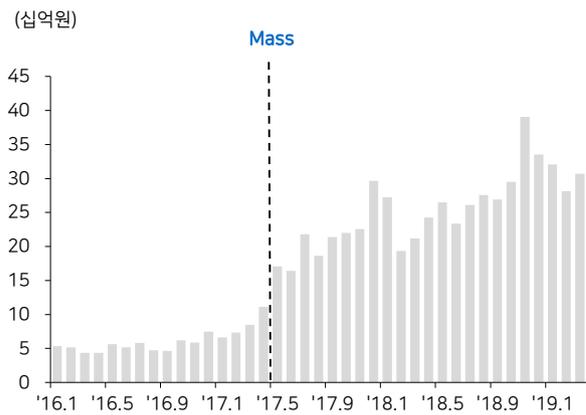
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국 VIP도 2H18부터 레벨업



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 파라다이스시티 Mass 드롭액, 개장 이후 증가세 지속



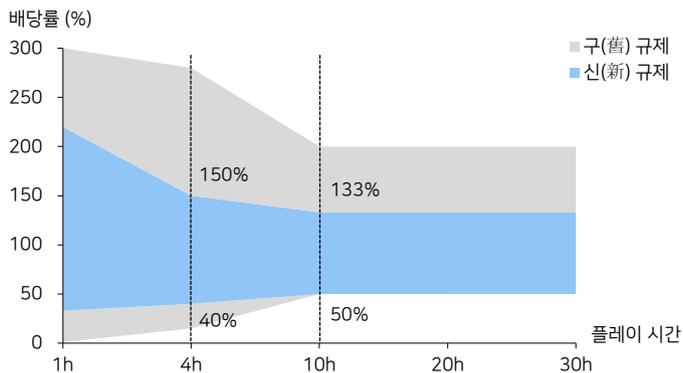
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 신규제로 최대 상금 상한선 기존 대비1/3로 줄어

구분	내용
효력발생일	2018-02-01
슬롯머신 및 파친코 기계 제작자	1) 배당률 및 메달 규제 이슈에 참여 2) 배당률 및 메달 관련 정보들을 쉽게 체크할 수 있도록 새로운 표준 마련 3) 파친코, 슬롯머신에 '다단계 배당률 제도' 도입
파친코 매장	관리자로서의 의무 부여

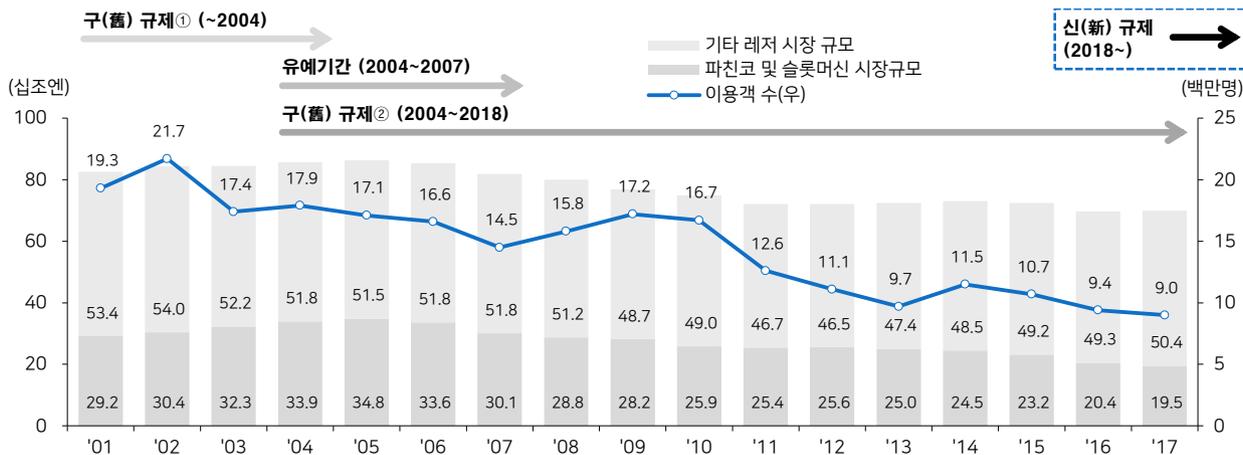
자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 '다단계 배당률 제도'의 도입



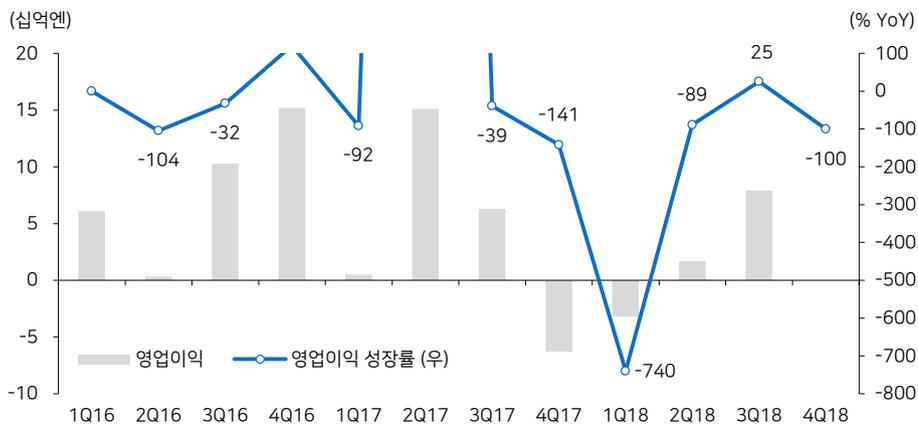
주: 파친코 머신 기준, 자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 일본 파친코 시장 규모 및 이용객 추이



자료: 일본 생산성 본부, SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 세가사미 파친코 사업부, 이익 체력 감퇴 지속



자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'18.3	'18.4	'18.5	'18.6	'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3
Drop	177,604	174,762	172,209	185,677	187,845	198,914	204,434	219,630	245,315	222,291	229,267	202,300	217,338
Sales	17,387	10,450	15,636	27,742	26,336	18,296	23,574	26,227	24,210	21,712	27,701	24,643	22,784
Sales (table)	16,038	9,420	14,176	26,460	24,819	17,280	22,368	25,299	22,126	20,696	26,496	22,623	21,375
Sales (slot)	1,349	1,030	1,460	1,282	1,517	1,016	1,206	928	2,084	1,016	1,205	2,020	1,409
홀드율 (table,%)	9.0	5.4	8.2	14.3	13.2	8.7	10.9	11.5	9.0	9.3	11.6	11.2	9.8
홀드율 (total,%)	9.8	6.0	9.1	14.9	14.0	9.2	11.5	11.9	9.9	9.8	12.1	12.2	10.5
YoY Growth (%)													
Drop	193.7	114.2	80.3	60.1	26.0	56.5	47.2	41.1	73.3	39.4	55.4	29.2	22.4
Sales	103.4	-18.4	27.7	133.9	40.0	-11.1	32.8	45.1	18.6	-8.1	29.2	42.7	31.0
Sales (table)	92.1	-23.0	21.4	139.2	39.9	-11.7	28.6	49.1	13.2	-8.2	30.9	42.3	33.3
Sales (slot)	577.9	77.3	157.5	60.7	40.9	1.4	233.1	-15.7	142.6	-5.6	0.8	47.0	4.4
홀드율 (table,%p)	-4.8	-9.6	-4.0	4.7	1.3	-6.7	-1.6	0.6	-4.8	-4.8	-2.2	1.0	0.8
홀드율 (total,%p)	-4.3	-9.7	-3.7	4.7	1.4	-7.0	-1.3	0.3	-4.5	-5.1	-2.5	1.2	0.7
Drop breakdown													
VIP	156,422	150,493	145,742	162,302	161,767	171,357	177,516	190,107	206,240	188,753	197,224	174,150	186,657
China VIP	39,329	33,600	33,143	48,290	43,992	46,996	56,372	78,835	62,067	62,621	60,906	55,254	47,723
Japan VIP	70,380	76,714	67,780	66,822	80,952	87,127	78,855	68,480	92,029	81,482	83,817	80,261	87,622
Other VIP	46,713	40,179	44,819	47,190	36,823	37,235	42,289	42,791	52,145	44,649	52,501	38,634	51,312
Mass	21,182	24,254	26,466	23,375	26,078	27,557	26,918	29,523	39,075	33,538	32,043	28,150	30,681
YoY Growth (%)													
VIP	200.9	113.5	85.7	63.2	27.1	58.0	51.1	42.2	73.3	46.2	64.0	26.9	19.3
China VIP	36.8	46.2	0.4	56.9	12.5	55.2	62.0	44.0	102.3	113.7	87.1	64.4	21.3
Japan VIP	328.2	132.8	136.8	35.8	29.5	63.1	38.0	39.4	55.0	43.4	64.6	15.8	24.5
Other VIP	587.3	176.1	166.2	142.4	43.7	50.5	65.7	43.3	80.2	4.0	42.6	12.7	9.8
Mass	149.6	118.1	55.2	42.6	19.7	47.9	25.9	34.2	73.1	13.1	17.7	45.6	44.8
VIP방문객 (명)													
VIPs	5,035	6,285	6,283	5,600	6,314	7,104	6,856	7,290	7,968	7,714	7,709	7,270	7,403
China VIP	805	870	704	968	1,045	1,103	1,274	1,894	1,122	1,494	1,173	1,383	991
Japan VIP	2,321	3,375	3,205	2,543	3,008	3,588	3,060	2,684	4,130	3,490	3,604	3,219	3,208
Other VIP	1,909	2,040	2,374	2,089	2,261	2,413	2,522	2,712	2,716	2,730	2,932	2,668	3,204
YoY Growth (%)													
VIPs	189.9	129.1	92.6	42.2	35.5	53.9	58.9	55.5	64.8	53.6	56.9	51.6	47.0
China VIP	58.5	112.2	39.7	38.3	31.0	48.5	48.0	32.3	32.5	135.3	60.2	65.2	23.1
Japan VIP	214.1	153.8	107.3	24.7	10.4	41.6	40.5	29.2	56.9	22.8	43.1	43.8	38.2
Other VIP	289.6	103.4	95.9	74.5	98.9	80.1	97.8	130.2	100.3	76.9	76.2	55.1	67.8

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표4 파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1. 서울 워커히	드롭액	2,335.3	2,445.9	2,295.5	2,480.6	2,736.9	2,979.7	3,266.5
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	8.1	10.3	8.9	9.6
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	2,014.0	2,267.0	2,511.1	2,798.2
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	625.4	858.4	924.7	1,014.8
	일본인	527.8	630.8	653.0	761.2	738.6	823.5	917.1
	매출액	350.6	350.3	271.5	296.9	325.6	368.4	395.9
% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	9.4	9.7	13.1	7.5	
2. 제주그랜드	드롭액	586.3	569.3	398.2	225.5	270.6	264.4	260.3
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.4	20.0	-2.3	-1.5
	VIP	539.5	511.2	364.8	184.2	212.5	207.9	203.9
	중국인	476.3	446.3	294.4	115.6	137.2	133.1	128.9
	일본인	34.8	33.0	46.8	45.4	48.1	44.3	41.4
	매출액	49.5	55.2	32.6	24.5	26.0	26.0	25.7
% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-24.7	6.1	-0.1	-1.1	
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,016.7	875.2	1,363.9	2,292.7	2,933.4	3,581.7	4,128.0
	% YoY	-15.4	-13.9	55.8	68.1	27.9	22.1	15.3
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	1,968.2	2,500.1	3,055.3	3,531.6
	중국인	634.5	450.8	409.8	571.4	801.3	997.5	1,097.3
	일본인	241.7	270.4	502.4	890.9	1,097.2	1,338.3	1,616.0
	매출액	95.2	95.9	197.3	250.3	347.4	414.4	474.4
% YoY	-12.4	0.8	105.8	26.8	38.8	19.3	14.5	
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	743.7	941.2	1,017.1	805.2	866.0	906.3	952.3
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-20.8	7.5	4.7	5.1
	VIP	692.6	869.6	916.0	688.2	737.9	765.1	796.7
	중국인	449.7	545.7	526.4	305.3	366.7	396.6	429.0
	일본인	207.1	287.6	314.3	311.7	291.4	284.4	279.4
	매출액	71.4	99.4	71.0	69.0	66.4	72.4	77.7
% YoY	-7.8	39.3	-28.6	-2.8	-3.7	9.0	7.3	
<연결법인 실적>	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,074.7	5,804.0	6,806.9	7,732.0	8,607.2
	% YoY	-18.1	11.3	5.0	14.4	17.3	13.6	11.3
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.6	4,854.6	5,717.6	6,539.4	7,330.4
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.8	1,617.7	2,163.6	2,452.0	2,670.0
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.5	2,009.1	2,175.4	2,490.6	2,853.9
	매출액	528.4	600.9	553.9	640.7	765.4	881.2	973.7
% YoY	-10.1	13.7	-7.8	15.7	19.5	15.1	10.5	

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 파라다이스 시티 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
전체 매출액	137.7	302.4	428.0	515.0	586.3
카지노 매출	119.3	250.3	347.4	414.4	474.4
드롭액	871.0	2,293	2,933	3,582	4,128
비카지노 매출	20.6	52.7	80.7	100.6	111.9
영업이익	-2.1	-20.8	3.1	61.3	105.3
영업이익률(%)	-1.0	-6.9	0.7	11.9	18.0
감가상각비	17.8	40.8	60.8	62.3	62.3
EBITDA	15.8	20.0	63.8	123.6	167.6

주: 파라다이스시티는 2017년 4월 오픈. 위 자료는 3Q17 이후 실적.
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	142.4	139.9	196.1	189.6	179.5	181.1	210.5	216.8	200.4	227.2	254.1	262.8
카지노	124.6	114.9	155.6	156.2	148.7	147.8	164.7	177.5	162.4	186.1	200.9	216.0
호텔	13.3	21.1	34.6	29.7	26.8	30.3	39.3	34.8	30.5	32.6	42.8	35.4
기타	4.5	3.9	5.9	3.7	4.4	3.9	6.4	6.0	7.5	8.5	10.5	11.5
매출원가	124.5	132.4	163.6	177.6	159.2	161.7	180.3	207.9	191.8	197.3	211.2	224.6
매출총이익	18.0	7.5	32.5	12.1	20.3	19.4	30.2	8.9	8.6	29.8	43.0	38.3
판관비	25.7	34.8	22.3	17.6	15.5	19.5	19.4	22.3	20.1	21.5	21.0	24.5
영업이익	-7.7	-27.3	10.2	-5.5	4.8	-0.1	10.8	-13.4	-11.5	8.4	22.0	13.7
세전이익	7.9	-27.7	2.9	-6.3	0.0	-4.6	6.8	-33.8	-25.5	-6.6	5.0	-1.0
순이익	8.1	-19.5	4.2	-11.8	3.1	-1.7	4.7	-27.1	-16.6	-4.6	1.2	-0.8
% YoY Growth												
매출액	-9.3	-26.0	11.9	9.2	26.0	29.4	7.3	14.3	11.6	25.5	20.7	21.2
영업이익	적전	적전	-7.2	적전	흑전	적지	6.4	적지	적전	흑전	103.8	흑전
순이익	-44.7	적전	-56.1	적전	-61.6	적지	11.5	적지	적전	적지	-74.6	적지
Margin (%)												
GPM	12.6	5.4	16.6	6.4	11.3	10.7	14.4	4.1	4.3	13.1	16.9	14.6
OPM	-5.4	-19.5	5.2	-2.9	2.7	0.0	5.1	-6.2	-5.7	3.7	8.7	5.2
NPM	5.7	-13.9	2.2	-6.2	1.7	-0.9	2.2	-12.5	-8.3	-2.0	0.5	-0.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 GKL 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	107.3	121.9	-12.0	111.8	-4.1	108.0	-0.7
영업이익	11.2	31.4	-64.3	6.9	63.7	16.6	-32.4
세전이익	5.1	23.1	-78.0	9.9	-48.8	14.7	-65.5
지배순이익	3.8	17.4	-78.0	6.7	-43.1	10.6	-64.0

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 GKL 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
드롭액	1,030.0	949.3	977.2	929.7	865.5	858.8	974.8	1,503.6	1,132.5	997.8	1,092.7	1,207.0
일본	395.8	338.9	339.0	251.3	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	380.2	421.9	416.0
중국	328.0	289.2	337.9	300.1	240.7	233.4	251.5	630.4	371.7	427.7	465.7	560.5
기타	306.2	321.2	300.3	378.3	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	189.9	205.2	230.5
홀드율 (%)	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	13.3	7.6	9.6	11.5	12.1	12.1
매출액	125.3	109.7	138.7	127.6	121.9	116.1	130.4	111.8	107.3	114.8	132.6	146.0
매출원가	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	74.8	87.7	94.6	87.2	89.8	94.3	101.5
인건비	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	23.0	30.8	34.2	34.8	36.3	34.7	37.1
컴프	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.3	13.8	15.4	12.7	13.3	15.5	17.5
세금	15.2	13.7	17.7	15.1	15.4	14.7	16.6	13.7	13.5	14.5	16.8	18.5
판관비	39.2	25.2	49.2	32.9	39.3	41.4	42.7	17.2	20.1	25.0	38.3	44.5
EBITDA	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	6.7	11.8	10.3	8.8	7.6	13.1	10.8
영업이익	31.5	17.6	40.7	18.4	31.4	34.7	30.9	6.9	11.2	17.4	25.2	33.7
세전이익	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	37.6	33.2	9.9	5.1	19.1	30.2	37.3
순이익	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	27.2	26.4	6.7	3.8	13.8	24.0	25.3
% YoY Growth												
드롭액	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-0.3	61.7	30.9	16.2	12.1	-19.7
매출액	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-2.7	5.9	-5.9	-12.4	-12.0	-1.1	1.6	30.5
영업이익	-25.3	-43.8	17.9	-57.5	-0.3	96.8	-24.1	-62.7	-64.3	-49.7	-18.5	391.8
순이익	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	76.2	-21.0	-52.7	-78.0	-49.1	-9.1	276.0
Margin (%)												
GPM	31.3	22.9	35.5	25.8	32.2	35.6	32.8	15.4	18.7	21.8	28.9	30.5
OPM	25.1	16.1	29.3	14.4	25.7	29.9	23.7	6.1	10.5	15.2	19.0	23.1
NPM	14.0	14.1	24.1	11.1	14.2	23.4	20.2	6.0	3.6	12.1	18.1	17.3

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 GKL의 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
드롭액	4,450.4	4,168.7	4,081.5	3,886.2	4,202.6	4,430.0	4,485.9
중국인		888.7	1,122.0	1,112.1	1,215.4	1,563.9	1,656.6
일본인		1,552.1	1,309.5	1,174.0	1,356.0	1,825.6	1,932.8
기타		761.7	691.2	614.6	691.1	813.8	896.4
홀드올 (%)	12.0	11.9	13.3	12.6	11.5	11.3	11.8
매출액	540.7	505.7	548.2	501.3	480.3	500.7	530.8
매출원가	358.6	350.7	364.9	354.9	339.8	372.9	394.4
인건비	107.2	115.9	117.0	124.0	118.7	142.9	148.7
컴프	82.6	74.6	73.5	64.4	53.5	59.1	64.5
세금	68.5	62.6	69.2	61.8	60.4	63.3	67.1
판관비	34.3	36.6	32.1	38.2	36.7	40.3	42.9
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	121.2	104.1	107.5
영업이익	147.8	118.4	151.2	108.2	103.8	87.5	93.5
세전이익	153.2	121.0	150.2	107.3	103.8	91.7	99.2
순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	77.6	66.9	72.7
(% YoY)							
드롭액	13.7	-6.3	-2.1	-4.8	8.1	5.4	1.3
매출액	-3.7	-6.5	8.4	-8.6	-4.2	4.2	6.0
EBITDA	-21.2	-17.6	25.1	-24.4	-2.3	-14.1	3.3
영업이익	-22.7	-19.9	27.7	-28.5	-4.0	-15.7	6.9
순이익	-15.3	-21.3	24.6	-29.6	-3.6	-13.8	8.6
Margin (%)							
EBITDA Margin	29.4	25.9	29.9	24.8	25.2	20.8	20.3
OPM	27.3	23.4	27.6	21.6	21.6	17.5	17.6
NPM	21.5	18.1	20.9	16.1	16.2	13.4	13.7
Valuation (배)							
EPS (원)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,255	1,081	1,175
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	19.8	22.0	20.3
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	2.7	2.5	2.5
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	11.6	13.1	12.3
ROE (%)	28.2	20.7	23.5	15.3	14.2	11.7	12.5
Dividend Yield (%)	3.1	3.4	4.9	2.5	2.9	3.5	4.2

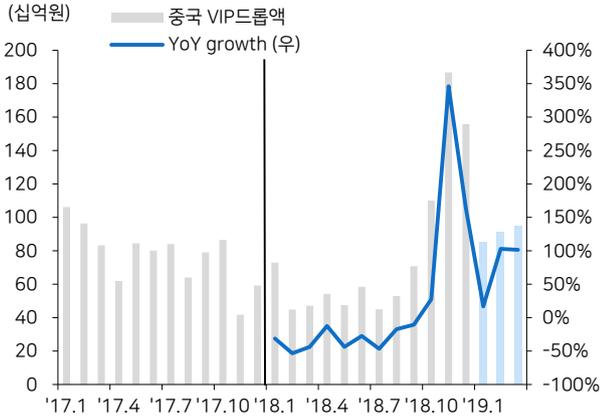
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'18.3	'18.4	'18.5	'18.6	'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3
드롭액 (십억원)														
Seoul Gangnam	Table Drop	111.8	109.1	105.2	117.0	106.5	155.7	169.1	180.8	235.2	312.8	166.1	153.3	175.4
	VIP	85.7	81.9	77.9	92.5	82.4	129.5	139.4	155.6	194.5	244.8	134.8	129.2	150.4
	Japan	29.6	27.5	28.9	29.0	33.2	53.6	59.6	37.1	38.8	58.2	42.9	40.2	46.5
	China	26.8	31.1	30.5	36.2	24.5	36.8	53.0	72.5	120.1	112.1	53.0	56.8	63.5
	Others	29.2	23.3	18.5	27.4	24.8	39.1	26.7	46.0	35.6	74.4	39.0	32.2	40.5
	Mass	26.2	27.2	27.3	24.5	24.0	26.2	29.7	25.2	40.7	67.9	31.3	24.1	25.0
Seoul Hilton	Table Drop	89.7	102.1	91.5	81.7	97.9	106.6	106.1	107.3	139.4	177.4	110.6	97.1	107.6
	VIP	44.4	54.0	40.6	34.1	47.9	54.1	49.3	59.6	75.0	80.8	62.6	54.5	60.1
	Japan	31.5	40.4	30.2	23.3	35.0	40.4	39.6	44.2	44.6	46.3	46.1	38.3	36.9
	China	4.0	4.2	4.0	3.3	4.3	5.5	2.8	3.7	16.5	14.8	5.8	5.9	14.1
	Others	8.9	9.4	6.4	7.5	8.6	8.3	6.9	11.8	13.9	19.8	10.7	10.2	9.0
	Mass	45.3	48.1	50.9	47.6	50.1	52.5	56.8	47.7	64.3	96.5	48.0	42.7	47.6
Busan Lotte	Table Drop	55.8	49.5	49.4	53.7	48.9	44.8	46.6	62.3	101.6	71.2	66.7	63.7	54.4
	VIP	43.8	38.0	37.2	41.0	37.1	32.2	35.0	51.9	89.9	58.9	56.7	54.1	44.4
	Japan	21.4	14.9	21.7	18.4	15.5	17.8	16.3	15.2	36.2	22.9	24.7	21.5	20.4
	China	16.3	19.1	13.0	19.0	16.2	10.7	15.1	34.0	50.3	29.0	26.6	28.5	17.4
	Others	6.1	4.0	2.4	3.6	5.4	3.7	3.7	2.7	3.3	6.9	5.3	4.1	6.6
	Mass	12.1	11.5	12.3	12.6	11.7	12.6	11.6	10.5	11.7	12.4	10.0	9.6	10.0
Total	Table Drop	257.3	260.6	246.1	252.4	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1	561.4	343.3	314.1	337.4
	VIP	173.8	173.8	155.7	167.7	167.4	215.8	223.7	267.2	359.4	384.5	254.1	237.7	254.9
	Japan	82.5	82.8	80.8	70.8	83.6	111.8	115.5	96.5	119.6	127.5	113.7	100.0	103.9
	China	47.1	54.4	47.5	58.4	45.0	53.0	70.9	110.2	186.9	155.9	85.3	91.3	95.0
	Others	44.2	36.7	27.3	38.5	38.8	51.1	37.3	60.5	52.9	101.1	55.1	46.5	56.1
	Mass	83.5	86.7	90.4	84.7	85.8	91.3	98.1	83.3	116.7	176.9	89.3	76.3	82.5
	Slot	33.8	37.3	32.6	29.8	28.6	31.9	32.0	41.7	34.3	39.6	33.1	31.7	39.7
	Total drop	291.1	297.9	278.7	282.2	281.9	339.1	353.8	392.1	510.4	601.0	376.4	345.8	377.2
국적별	VIP+Mass	257.3	260.6	246.1	252.4	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1	561.4	343.3	314.1	337.4
	Japan	82.5	82.8	80.8	70.8	83.6	111.8	115.5	104.4	127.9	136.6	123.0	108.7	114.1
	China	47.1	54.4	47.5	58.4	45.0	53.0	70.9	133.4	237.9	259.1	124.7	122.3	124.7
	Others	44.2	36.7	27.3	38.5	38.8	51.1	37.3	70.0	66.2	120.1	65.4	55.3	67.5
	No Name	41.3	43.8	46.2	43.7	45.0	46.8	47.9	42.6	44.1	45.6	30.2	27.7	31.2
성장률 (% YoY)														
Seoul Gangnam	Table Drop	-23.3	-9.1	-22.8	-10.1	-30.3	20.1	7.3	22.2	105.9	145.5	21.0	51.3	56.9
	VIP	-28.5	-15.4	-29.2	-11.5	-35.2	24.4	5.8	31.9	122.4	155.2	28.5	67.2	75.6
	Japan	-22.0	-2.6	-15.9	17.2	-4.6	33.9	42.7	21.5	19.1	90.4	74.6	44.8	57.3
	China	-37.4	-12.3	-33.7	-30.6	-62.3	-12.8	-20.1	26.6	282.3	184.6	7.1	105.4	136.6
	Others	-25.0	-29.6	-37.7	-1.0	-9.9	78.5	13.2	52.5	51.7	187.1	26.2	47.2	38.3
	Mass	0.5	17.5	4.3	-4.3	-5.9	2.5	15.5	-16.0	52.1	116.0	-3.3	0.3	-4.5
Seoul Hilton	Table Drop	-5.3	16.4	-5.0	-9.4	6.4	15.2	11.1	14.1	57.7	77.1	16.6	35.6	20.1
	VIP	-11.7	34.3	-19.2	-24.6	13.4	19.3	-2.6	45.0	80.3	73.6	43.0	88.2	35.4
	Japan	14.5	69.3	-6.9	-6.3	26.7	24.6	6.4	51.2	62.4	49.8	52.0	106.6	17.1
	China	-68.4	-43.3	-53.4	-71.3	-26.2	32.7	-5.6	5.9	369.6	109.5	-14.7	43.7	256.3
	Others	-12.8	5.1	-30.4	-14.7	-2.2	-6.5	-33.9	39.7	31.2	130.2	60.9	62.9	1.9
	Mass	1.9	1.3	10.4	6.0	0.5	11.3	26.5	-9.9	37.6	80.1	-6.0	0.0	5.0
Busan Lotte	Table Drop	-14.2	-11.1	-24.6	2.4	7.1	-17.4	-3.2	-0.4	145.4	53.7	20.9	34.2	-2.7
	VIP	-18.1	-13.2	-31.3	-1.8	8.9	-23.9	-8.0	0.5	203.5	75.9	33.8	48.9	1.4
	Japan	-6.7	-29.2	5.9	0.8	-7.8	-14.4	-34.4	-33.0	93.3	26.8	7.6	3.7	-4.5
	China	-41.6	-0.2	-56.4	15.3	22.6	-39.5	55.8	31.8	624.1	125.8	58.4	116.8	6.6
	Others	130.3	10.9	-35.0	-48.5	34.0	-2.9	2.2	-14.5	-15.0	173.7	107.0	65.0	7.9
	Mass	3.4	-3.1	7.4	19.2	1.8	5.5	15.0	-4.8	-0.8	-3.9	-21.6	-13.9	-17.3
Total	Table Drop	-15.8	-1.0	-17.4	-7.4	-12.8	11.1	6.8	15.1	95.2	105.0	19.6	42.5	31.1
	VIP	-22.2	-3.8	-27.4	-12.5	-17.7	12.5	1.5	26.8	126.5	118.6	33.0	66.8	46.7
	Japan	-6.6	13.2	-7.4	4.2	5.6	19.9	11.3	17.0	51.8	60.2	46.0	49.2	25.9
	China	-43.5	-12.3	-43.7	-27.1	-46.4	-17.3	-10.3	27.3	346.4	162.9	16.9	103.1	101.7
	Others	-14.6	-19.6	-35.9	-11.4	-3.8	47.8	-0.9	44.9	39.1	173.0	37.2	51.9	26.8
	Mass	1.6	5.2	8.1	4.4	-1.2	7.8	21.5	-11.3	36.9	80.6	-7.2	-1.9	-1.2
	Slot	-12.7	11.5	-17.5	-29.7	-28.7	-10.2	-4.2	13.8	9.0	2.9	-3.6	-2.3	17.6
	Total drop	-15.5	0.4	-17.4	-10.4	-14.7	8.7	5.7	14.9	85.3	92.4	17.1	36.8	29.5

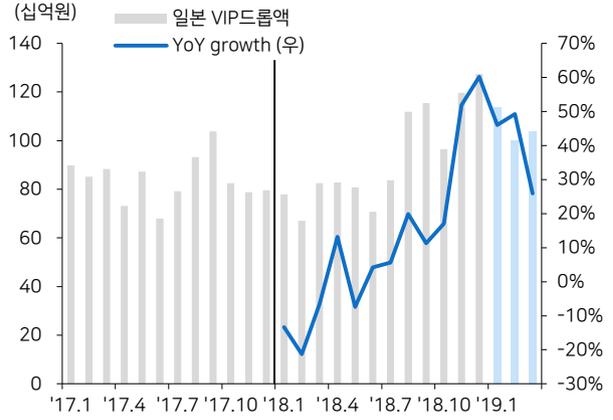
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 GKL 중국 VIP 드롭액, 2H18 이후 꾸준한 증가



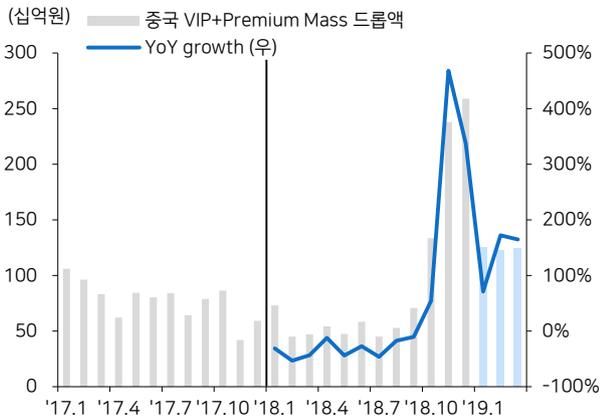
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 일본 VIP 드롭액도 작년 하반기부터 성장세로 전환



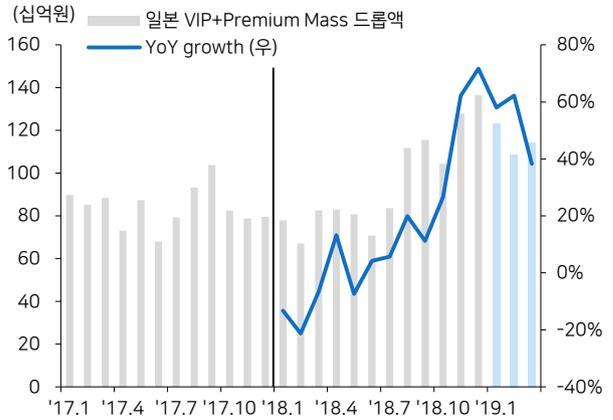
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



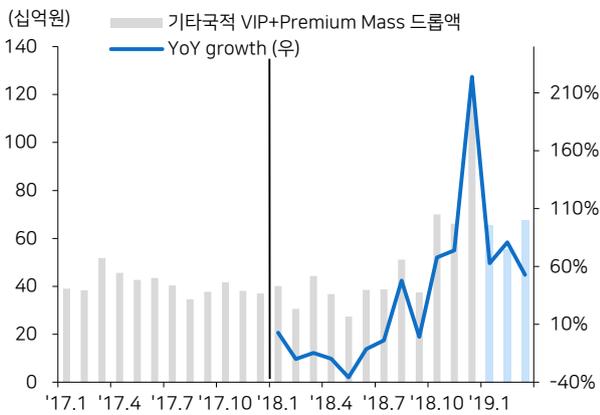
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 기타국적 VIP와 Premium Mass도 성장 보태



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 GKL 테이블 합산 드롭액, 8월 이후 플러스 성장 전환



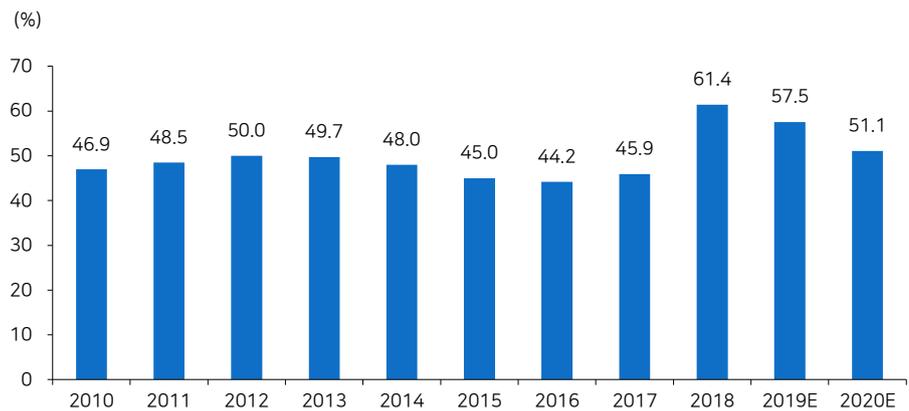
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 강원랜드 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	369.7	378.4	-2.3	351.9	5.1	372.6	-0.8
영업이익	114.6	126	-9.0	65.8	74.2	123.4	-7.1
세전이익	116.9	124.3	-6.0	37.7	210.1	126.2	-7.4
지배순이익	85.1	90.4	-5.9	19	347.9	101.6	-16.2

자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 강원랜드 배당성향 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	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	1,527.4	1,523.1	1,658.6	1,615.7
Mass	726.7	683.8	695.2	696.5	672.9	619.6	631.7	635.0	660.7	655.3	701.6	711.6
슬롯머신	592.5	590.3	618.6	599.3	585.5	570.6	572.8	555.7	560.3	570.6	571.0	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	327.3
홀드율 (%)	22.7	22.8	22.8	23.6	23.6	23.6	22.1	22.6	23.1	23.1	22.5	22.8
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	18.6	18.4	16.6	17.2
매출액	409.1	372.9	380.8	385.0	378.4	338.7	369.1	351.9	369.7	354.6	391.3	390.0
Mass	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	155.3	161.6	160.3	171.6	174.0
슬롯머신	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	131.7	134.9	137.2	137.6	138.4
VIP테이블	70.0	66.4	56.9	65.2	54.3	54.4	57.7	56.4	56.9	54.7	64.2	56.4
비카지노	14.7	-1.3	4.0	7.4	14.4	-3.1	18.2	8.5	16.3	2.5	17.8	21.2
매출원가	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	225.2	191.1	188.1	205.9	249.5
인건비	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	29.0	57.8	32.7	33.6	30.7	59.8
컴프	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	33.4	31.4	32.6	31.7	37.3	31.4
세금	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.9	53.9	49.8	53.5	56.8	56.1
판관비	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	60.9	64.0	60.3	76.1	78.7
영업이익	162.4	135.5	137.6	95.4	126.0	115.0	123.9	65.8	114.6	106.2	109.2	61.8
세전이익	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	37.7	116.9	116.6	118.5	71.9
순이익	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	19.1	85.1	88.6	89.1	54.6
(% YoY)												
드롭액	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	-1.5	3.3	4.3	6.4
Mass	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-1.8	5.7	11.1	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-4.3	0.0	-0.3	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	0.0
매출액	-6.3	-9.5	-13.1	-6.1	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-2.3	4.7	6.0	10.8
Mass	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-1.8	5.7	11.1	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-7.1	1.0	-0.8	5.1
VIP테이블	0.3	-2.9	-20.3	2.7	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	4.7	0.5	11.3	0.0
영업이익	-8.7	-15.5	-14.9	-19.7	-22.4	-15.1	-10.0	-31.1	-9.0	-7.6	-11.8	-6.0
순이익	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	-5.9	-6.3	-4.5	186.8
Margin (%)												
OPM	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	18.7	31.0	30.0	27.9	15.9
NPM	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	5.4	23.0	25.0	22.8	14.0
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.23	2.07	2.20	2.13	2.16
% YoY	0.8	-5.9	-3.3	-8.1	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-2.5	-1.2	4.3	-3.2
일평균방문객 (명)	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	7,399	8,194	7,622	8,452	8,139
% YoY	-1.7	-0.8	-6.1	3.5	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	1.0	4.6	0.0	10.0

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표13 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
드롭액	7,042.4	6,638.7	6,134.5	6,324.8	6,793.7	7,028.9
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,729.1	2,980.5	3,209.4
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,278.7	2,372.3	2,361.5
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,317.0	1,440.8	1,458.0
홀드율 (%)	23.1	22.9	22.8	22.9	22.9	22.9
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	17.6	17.7	17.6
매출액	1,696.5	1,547.8	1,438.1	1,505.6	1,605.8	1,675.0
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	667.4	728.9	784.9
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	548.1	569.9	567.3
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	232.2	255.0	257.0
비카지노	67.2	81.5	166.4	190.8	198.1	213.4
매출원가	785.2	730.8	729.6	834.6	899.5	942.2
인건비	150.2	147.7	148.6	156.9	164.3	170.3
컴프	155.7	137.3	126.3	133.0	146.1	147.7
세금	243.0	227.1	210.7	216.2	232.3	240.7
판관비	292.7	286.0	277.8	279.0	287.5	296.5
영업이익	618.6	530.9	430.7	391.9	418.8	436.2
세전이익	596.9	566.2	410.7	423.9	450.8	468.2
순이익	454.6	437.6	297.3	317.5	337.7	350.7
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	3.1	7.4	3.5
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	6.6	9.2	7.7
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	-0.3	4.1	-0.5
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	2.0	9.4	1.2
매출액	3.8	-8.8	-7.1	4.7	6.7	4.3
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	6.6	9.2	7.7
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	-0.6	4.0	-0.5
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	4.2	9.8	0.8
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	-9.0	6.9	4.1
순이익	2.9	-3.7	-32.1	6.7	6.3	3.9
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	29.9	26.0	26.1	26.0
NPM	26.8	28.3	20.7	21.1	21.0	20.9
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,484	1,578	1,717
PER	16.8	17.0	23.0	23.0	21.6	19.9
PBR	2.4	2.1	1.9	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.5	8.8	11.2	11.8	10.8	7.0
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	8.7	8.9	9.2
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	2.6	2.5	2.5

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 24일 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,문경원)

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 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	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	27,000	이효진	-23.3	-20.7	
2018.09.27	산업브리프	Buy	27,000	이효진	-24.1	-20.7	
2018.10.05	기업브리프	Buy	27,000	이효진	-27.1	-20.7	
2018.11.09	기업브리프	Buy	30,000	이효진	-34.8	-34.8	
2018.11.12	산업분석	Buy	30,000	이효진	-34.2	-31.3	
2018.11.28	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-34.0	-29.0	
2019.01.04	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-36.1	-29.0	
2019.02.21	기업브리프	Buy	30,000	이효진	-36.9	-29.0	
2019.04.24	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-	-	

GKL (114090) 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	Buy	29,000	이효진	-15.9	-11.7	
2018.09.27	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.0	-11.7	
2018.10.15	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-18.5	-11.7	
2018.11.12	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-18.6	-11.7	
2018.11.12	산업분석	Buy	29,000	이효진	-18.6	-11.7	
2018.11.28	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-16.6	-6.9	
2019.01.04	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-15.9	-6.9	
2019.02.12	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.3	-6.9	
2019.04.24	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-	-	

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	3.5	15.2	
2019.04.24	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-	