

2019. 5. 10



▲ 엔터/레저
 Analyst **이효진**
 02. 6454-4864
 hyojinlee@meritz.co.kr
 RA **문경원**
 02. 6454-4881
 kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 30,000 원

현재주가 (5.9) 32,450 원

상승여력 -7.6%

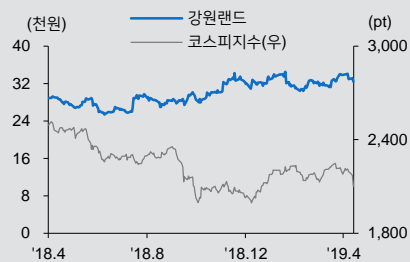
KOSPI	2,102.01pt
시가총액	69,424억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	53.16%
외국인비중	30.32%
52주 최고/최저가	34,550원/25,400원
평균거래대금	134.0억원

주요주주(%)

한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금	5.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	7.8	13.3
상대주가	9.4	7.0	31.7

주가그래프



강원랜드 035250

매출 성장을 위한 마지막 빛장

- ✓ 1분기 영업이익은 컨센서스 부합, 금융 이익 급증으로 세전이익은 증가세 기록
- ✓ 공기업 카지노 업체들, 실적 부진 타개 위해 전방위 노력 중
- ✓ 분기당 3,000억대 후반 카지노 매출 재개를 위해서는 테이블 리미트 완화가 필요
- ✓ 매출 총량제 변경으로 전 저점 대비 28% 상승, 탑라인 개선을 가정한 2019년 기준 PER 19배, 배당수익률 2.8% 수준. 3만원(배당 수익률 3%) 기준의 트레이딩을 추천

상쇄의 1분기

1분기 강원랜드의 매출액 및 영업이익은 각각 3,774억원(-0.3% YoY)과 1,251억원(-0.7% YoY)로 컨센서스를 충족, 당사 매출 추정치와의 차이만큼 이익 추정치를 상회했다. 금융이익이 전년 대비 100억원 증가하며 당기 순이익은 1,024억원(+13.3% YoY)을 기록했다.

2월초까지 부진했던 고객 유입은 피크 시간대 테이블을 늘리는 전략을 통해 영업 시간 단축(지나해 4월부터 영업 종료 시간이 기존 6시에서 4시로 당겨짐) 영향을 상쇄(카지노 매출 -1.2% YoY)했다. 1Q18 광고선전비로 반영되던 평창 올림픽 기부금 170억원이 제거되며 매출 감소 및 자회사 비용 증가 등을 상쇄했다.

매출 증가의 3가지 조건: 수요, 매출총량, 그리고 테이블 리미트

2020년까지 영업 연장을 보장받으며 동사는 정부에 테이블 20개를 반납했다. 반납한 테이블은 정부 기관이 지정했는데, 동사의 테이블 중 가장 높은 리미트의 테이블이었다. 외인 카지노가 매출 총량제에서 제외되며 동사의 매출 총량은 연간 기준 대비 천억원 이상 증가할 전망이나 낮은 리미트의 테이블만으로는 늘어난 매출 총량을 온전히 누리기 어렵다.

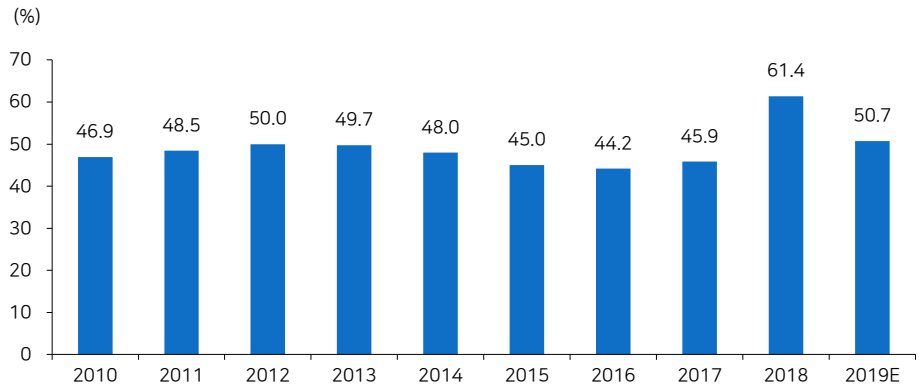
카지노 산업의 특성 상 수요는 늘 초과 상태다. 매출 총량이 크게 증가하며 높은 매출 증가를 예상하고 있으나, 이를 충족시키기 위해서는 테이블 리미트 완화라는 또 하나의 조건이 필요하다. 동사는 2019년 기준 PER 19.3배에 거래되고 있으며 배당 수익률은 2.8%(2015년~2019년 순이익의 46%, DPS 900원)에 해당한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,547.8	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018	1,438.1	430.7	297.3	1,390	-32.1	16,765	23.0	1.9	11.2	8.4	18.0
2019E	1,518.1	436.3	360.1	1,683	21.1	17,596	19.3	1.8	10.0	9.8	19.0
2020E	1,619.2	468.6	383.9	1,794	6.6	18,584	18.1	1.7	9.0	9.9	19.0
2021E	1,687.3	489.3	399.5	1,867	4.1	19,652	17.4	1.7	8.2	9.8	18.9

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	377.4	378.4	-0.3	351.9	7.3	376.7	0.2	369.7	2.1
영업이익	125.1	126.0	-0.7	65.8	90.2	123.8	1.1	114.6	9.1
세전이익	139.7	124.3	12.4	37.7	270.7	127.1	9.9	116.9	19.5
지배순이익	102.4	90.4	13.3	19.1	437.8	101.6	0.9	85.1	20.3

자료: 강원랜드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 강원랜드 배당성향 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
EPS_P (지배 기준)	1,968	1,782	1,431	1,391	1,680	2,064	2,125	2,045	1,390	1,683
PER_P (End)	14.2	15.3	20.4	22.2	18.1	18.6	16.8	17.0	23.0	19.3
PER_P (High)	16.0	17.9	22.3	26.6	21.9	22.2	21.0	19.3	24.6	20.5
PER_P (Low)	7.7	13.0	15.6	18.5	16.6	14.4	16.6	15.7	18.2	17.9
PER_P (Avg)	10.4	15.3	17.8	22.0	19.3	18.5	18.9	17.4	20.9	19.2

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	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	1,567.8	1,542.7	1,657.6	1,615.7
Mass	726.7	683.8	695.2	696.5	672.9	619.6	631.7	635.0	670.2	655.3	702.1	711.6
슬롯머신	592.5	590.3	618.6	599.3	585.5	570.6	572.8	555.7	552.4	570.6	569.4	576.9
VIP테이블	421.6	370.0	340.4	304.1	292.5	284.7	386.1	327.3	345.2	316.9	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	22.6	22.9
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	24.8	24.2	24.2	24.2
VIP테이블	16.6	17.9	16.7	21.4	18.6	19.1	14.9	17.2	17.7	18.4	16.6	17.2
매출액	409.1	372.9	380.8	385.0	378.4	338.7	369.1	351.9	377.4	357.0	392.3	391.4
Mass	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	155.3	163.9	160.3	171.7	174.0
슬롯머신	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	131.7	137.0	137.9	138.1	139.3
VIP테이블	70.0	66.4	56.9	65.2	54.3	54.4	57.7	56.4	61.2	58.3	64.2	56.4
비카지노	14.7	30.8	38.2	40.6	45.6	27.7	52.4	40.6	49.1	34.4	55.5	53.0
매출원가	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	177.6	188.7	233.5
인건비	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	29.0	57.8	32.3	34.3	31.4	61.0
컴프	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	33.4	31.4	33.0	33.8	37.3	31.4
세금	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.3	52.2	50.5	54.2	56.8	56.2
판관비	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	63.9	80.9	84.8
영업이익	162.4	135.5	137.6	95.4	126.0	115.0	123.9	65.8	125.1	115.5	122.6	73.0
세전이익	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	125.9	131.9	82.6
순이익	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	19.1	102.5	95.7	99.2	62.8
(% YoY)												
드롭액	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	1.1	4.6	4.2	6.4
Mass	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	5.7	11.1	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	0.0	-0.6	3.8
VIP테이블	10.6	-1.9	-13.1	-1.6	-30.6	-23.0	13.4	7.6	18.0	11.3	0.0	0.0
매출액	-6.3	-9.5	-13.1	-6.1	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-0.3	5.4	6.3	11.2
Mass	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	5.7	11.1	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	1.6	-0.5	5.8
VIP테이블	0.3	-2.9	-20.3	2.7	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	12.7	7.1	11.3	0.0
영업이익	-8.7	-15.5	-14.9	-19.7	-22.4	-15.1	-10.0	-31.1	-0.7	0.4	-1.0	11.1
순이익	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	13.3	1.2	6.3	229.5
Margin (%)												
OPM	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	32.4	31.3	18.7
NPM	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	5.4	27.2	26.8	25.3	16.0
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.23	2.10	2.22	2.13	2.16
% YoY	0.8	-5.9	-3.3	-8.1	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-1.0	0.0	4.2	-3.2
일평균방문객 (명)	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	7,399	8,284	7,622	8,452	8,139
% YoY	-1.7	-0.8	-6.1	3.5	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	2.1	4.6	0.0	10.0

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
드롭액	7,042.4	6,638.7	6,134.5	6,383.8	6,840.1	7,075.9
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,739.1	2,991.0	3,220.5
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,269.2	2,369.7	2,359.1
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,375.4	1,479.5	1,496.4
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	24.3	24.2	24.2
VIP테이블	18.7	18.0	17.3	17.5	17.6	17.5
매출액	1,696.5	1,547.8	1,438.1	1,518.1	1,619.2	1,687.3
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	669.9	731.5	787.6
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	552.3	574.4	571.6
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	240.1	261.1	262.1
비카지노	67.2	124.3	166.4	192.0	198.4	213.7
매출원가	785.2	730.8	729.6	780.5	837.7	875.0
인건비	150.2	147.7	148.6	159.0	166.5	172.6
컴프	155.7	137.3	126.3	135.5	146.1	147.7
세금	243.0	227.1	208.4	217.8	234.3	242.5
판관비	292.7	286.0	277.8	301.3	312.9	323.0
영업이익	618.6	530.9	430.7	436.3	468.6	489.3
세전이익	596.9	566.2	410.7	480.1	512.9	533.5
순이익	454.6	437.6	297.3	360.1	383.9	399.4
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	4.1	7.1	3.4
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	7.0	9.2	7.7
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	-0.7	4.4	-0.4
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	6.6	7.6	1.1
매출액	3.8	-8.8	-7.1	5.6	6.7	4.2
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	7.0	9.2	7.7
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	0.2	4.0	-0.5
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	7.8	8.7	0.4
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	1.3	7.4	4.4
순이익	2.9	-3.7	-32.1	21.1	6.6	4.1
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	29.9	28.7	28.9	29.0
NPM	26.8	28.3	20.7	23.7	23.7	23.7
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,683	1,794	1,867
PER	16.8	17.0	23.0	19.3	18.1	17.4
PBR	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	8.5	8.8	11.2	10.0	9.0	8.2
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	9.8	9.9	9.8
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.6	2.6

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,547.8	1,438.1	1,518.1	1,619.2	1,687.3
매출액증가율 (%)	-8.8	-7.1	5.6	6.7	4.2
매출원가	730.8	729.6	780.5	837.7	875.0
매출총이익	816.9	708.5	737.6	781.5	812.3
판매관리비	286.0	277.8	301.3	312.9	323.0
영업이익	530.9	430.7	436.3	468.6	489.3
영업이익률	34.3	30.0	28.7	28.9	29.0
금융손익	52.7	39.4	60.8	60.3	60.3
종속/관계기업손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.3	-59.3	-16.0	-16.0	16.0
세전계속사업이익	566.2	410.7	481.2	512.9	565.5
법인세비용	128.7	113.5	120.3	129.4	134.5
당기순이익	437.5	297.2	359.8	383.5	399.0
지배주주지분 순이익	437.6	297.3	360.1	383.9	399.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	442.2	468.0	473.6
당기순이익(손실)	437.5	297.2	359.8	383.5	399.0
유형자산상각비	74.2	66.0	65.0	65.0	65.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-71.0	-39.2	17.3	19.4	9.5
투자활동 현금흐름	-250.2	-202.1	241.2	-128.4	-130.3
유형자산의증가(CAPEX)	-85.5	-103.3	-50.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	144.9	-456.7	428.1	-30.0	-30.5
재무활동 현금흐름	-200.3	-202.4	-182.5	-182.5	-172.3
차입금의 증감	0.5	-1.4	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	-56.7	500.9	157.1	170.9
기초현금	93.0	105.6	48.9	549.8	706.9
기말현금	105.6	48.9	549.8	706.9	877.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,164.3	1,759.0	2,452.0	2,712.0	2,987.7
현금및현금성자산	105.6	48.9	549.8	706.9	877.8
매출채권	4.7	9.8	10.9	11.5	12.1
재고자산	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
비유동자산	2,021.4	2,472.2	2,029.0	2,018.9	2,009.4
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,299.0	1,259.0	1,219.0
무형자산	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
투자자산	525.4	982.1	554.0	584.0	614.5
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,481.0	4,730.9	4,997.1
유동부채	681.3	636.0	707.4	745.7	784.7
매입채무	3.4	3.6	4.0	4.2	4.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.1	8.4	9.4	9.9	10.4
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	644.5	716.8	755.6	795.1
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	3,438.9	3,524.5	3,702.2	3,913.7	4,142.2
비지배주주지분	0.1	0.0	-0.2	-0.7	-2.4
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,764.1	3,975.3	4,202.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,235	6,722	7,096	7,569	7,887
EPS(지배주주)	2,046	1,390	1,683	1,794	1,867
CFPS	2,968	2,302	2,224	2,331	2,386
EBITDAPS	2,829	2,322	2,344	2,494	2,591
BPS	16,365	16,765	17,596	18,584	19,652
DPS	990	900	900	850	850
배당수익률(%)	2.8	2.8	2.8	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	17.0	23.0	19.3	18.1	17.4
PCR	11.7	13.9	14.6	13.9	13.6
PSR	4.8	4.8	4.6	4.3	4.1
PBR	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7
EBITDA	605.1	496.8	501.4	533.7	554.3
EV/EBITDA	8.8	11.2	10.0	9.0	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.4	9.8	9.9	9.8
EBITDA 이익률	39.1	34.5	33.0	33.0	32.9
부채비율	19.5	18.0	19.0	19.0	18.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,241.8	1,834.7			
매출채권회전율(x)	347.8	199.1	146.8	144.7	143.2
재고자산회전율(x)	1,186.4	1,174.7	1,251.2	1,233.8	1,220.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 10일 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 투자 의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 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

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	4.0	15.2	
2019.05.10	기업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-	