



△ 엔터/레저

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

RA 문경원

02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

강원랜드 035250

높았던 기대만큼 아쉬운 2분기

- ✓ 2분기 카지노 매출 당사 추정치 하회하며 영업이익 기준 기대치 하회
- ✓ 예정된 대로 1) 대법원 판결에 따른 비용 환입, 2) 세무조사 추징금 발생. 이와 관련하여 매출원가에 추가 비용 발생 및 기부금 100억원 집행이 새로운 내용
- ✓ 2020년 매출총량 현재보다 완화되더라도 온전한 반영 어려워
- ✓ 배당수익률 3%에 해당하는 3만원 중심의 트레이딩 관점 유지

Hold

적정주가 (12개월)	30,000 원
현재주가 (8.8)	29,650 원
상승여력	1.2%
KOSPI	1,920.61pt
시가총액	63,433억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	58.50%
외국인비중	30.07%
52주 최고/최저가	34,550원/26,000원
평균거래대금	93.8억원
주요주주(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금공단	5.14
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-3.3 -12.7 14.0
상대주가	4.0 -1.0 36.7

주가그래프



아쉬운 2분기

2분기 강원랜드의 매출액 및 영업이익, 순이익은 각각 3,643억원(+7.5% YoY)과 1,728억원(+50.2% YoY), 509억원(-46.1% YoY)로 영업이익 및 순이익 기준 당사 추정치를 각각 10%, 40% 하회했다. 대법원 판결에 따라 인건비 관련 비용 환입이 이루어지며 영업이익은 일시적으로 크게 증가했고, 세무조사 추징금(기타손익 610억 원, 법인세 150억원으로 반영)효과로 순이익은 감소했다. 그러나 이는 당사 추정치에 기반영된 부분이었으며 괴리는 카지노 매출 추정치 하회에 주로 기인한다. 여기에 세무조사 결과로 추가 세금 공과 및 용역비가 매출 원가로 약 50억원, 기부금 100억원이 영업외비용으로 인식되며 영업이익과 순이익이 기대치를 하회했다.

마지막 '&' 조건 발생까지 Hold 유지

하반기는 전통적인 카지노 성수기로 3분기 QoQ 카지노 매출 증가를 달성하는 데 무리는 없어 보인다. 2019년 동사가 할당받은 매출총량은 1.55조원으로 추정되는데 당사가 추정하는 카지노 매출은 1.47조원으로 매출총량에 미치지 못한다.

투자자들은 공급 제한(매출 총량)이 완화되면 동사의 카지노 매출이 완화된 부분만큼 증가할 수 있다고 기대한다. 그러나 이를 총족시키기 위해서는 테이블 리밋 완화라는 또 하나의 조건이 필요하다. 성장여력이 높지 않은 상황과 DPS 900원(2015년~2019년 순이익의 46%)을 고려한다면 방어주 외 강원랜드의 투자매력은 타사 대비 높다고 보기 어렵다. 강원랜드에 대한 적정주가 3만원을 유지한다.

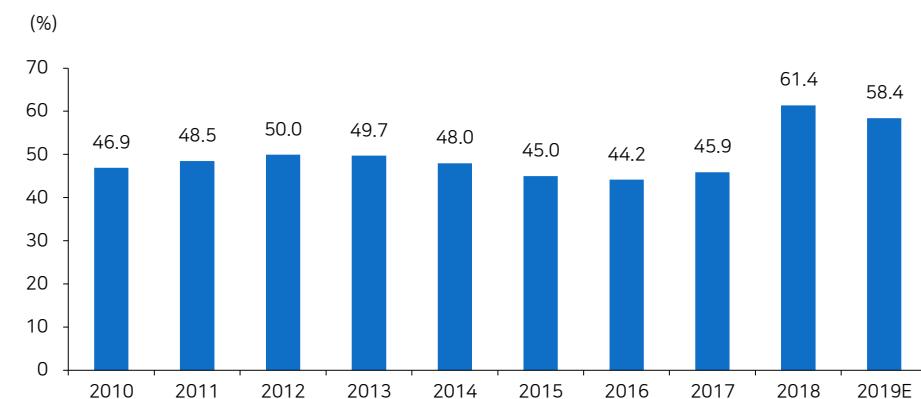
(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,547.8	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018	1,438.1	430.7	297.3	1,390	-32.1	16,765	23.0	1.9	10.4	8.4	18.0
2019E	1,524.3	503.6	312.7	1,462	5.1	16,523	20.3	1.8	8.1	8.8	20.2
2020E	1,612.2	486.1	374.3	1,750	19.7	17,420	16.9	1.7	7.9	10.3	20.3
2021E	1,676.3	505.2	386.0	1,804	3.1	18,370	16.4	1.6	7.2	10.1	20.2

표1 강원랜드 2Q19 실적 Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	364.3	338.7	7.5	377.4	-3.5	359.3	1.4	376.9	-3.4
영업이익	172.8	115.0	50.2	125.1	38.1	183.4	-5.8	191.1	-9.6
세전이익	116.8	124.5	-6.2	139.7	-16.4	147.5	-20.8	129.8	-10.0
지배순이익	50.9	94.6	-46.1	102.4	-50.3	91.9	-44.5	83.6	-39.1

자료: 강원랜드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 강원랜드 배당성향 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 강원랜드의 과거 평균 PER은 18배 수준

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
EPS (원)	1,968	1,782	1,431	1,391	1,680	2,064	2,125	2,045	1,390	1,461
PER (End)	14.2	15.3	20.4	22.2	18.1	18.6	16.8	17.0	23.0	20.3
PER (High)	16.0	17.9	22.3	26.6	21.9	22.2	21.0	19.3	24.6	23.6
PER (Low)	7.7	13.0	15.6	18.5	16.6	14.4	16.6	15.7	18.2	19.8
PER (Avg)	10.4	15.3	17.8	22.0	19.3	18.5	18.9	17.4	20.9	21.7

주: 지배주주 기준

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	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	1,589.8	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	625.9	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	22.8	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	364.3	394.5	388.1
Mass	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	155.3	163.9	162.1	171.7	174.0
슬롯머신	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	131.7	137.0	139.4	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	35.9	55.5	53.0
매출원가	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	135.5	181.7	231.4
인건비	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	29.0	57.8	32.3	4.2	31.2	60.6
콤프	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	33.4	31.4	2.3	2.6	2.9	2.1
세금	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.3	52.2	50.5	55.2	56.8	56.2
판관비	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	55.9	83.0	80.7
영업이익	162.4	135.5	137.6	95.4	126.0	115.0	123.9	65.8	125.1	172.8	129.8	76.0
세전이익	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	116.8	139.4	74.3
순이익	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	19.1	102.4	51.0	104.8	54.5
(% YoY)												
드롭액	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	1.1	7.8	4.2	6.4
Mass	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	1.0	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	7.5	6.9	10.3
Mass	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.1	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	2.7	-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	50.2	4.7	15.5
순이익	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	13.3	-46.1	12.3	186.0
Margin (%)												
OPM	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	47.4	32.9	19.6
NPM	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	5.4	27.1	14.0	26.6	14.0
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.23	2.10	2.38	2.13	2.16
% YoY	0.8	-5.9	-3.3	-8.1	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-1.0	6.9	4.2	-3.2
일평균방문객 (명)	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	7,399	8,284	7,348	8,452	8,139
% YoY	-1.7	-0.8	-6.1	3.5	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	2.1	0.8	0.0	10.0

주: 2017년 실적부터 IFRS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠증권 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	6,430.9	6,808.0	7,041.7
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,709.8	2,958.9	3,186.3
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	22.8	22.9	22.9
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.8	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.1	24.4	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	1,524.3	1,612.2	1,676.3
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	671.7	723.6	779.3
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	553.8	574.4	571.6
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	240.1	261.1	262.1
비카지노	67.2	124.3	166.4	193.5	199.2	214.4
매출원가	785.2	730.8	729.6	729.3	806.3	842.2
인건비	150.2	147.7	148.6	128.3	158.1	163.9
콤프	155.7	137.3	10.9	9.9	10.6	10.7
세금	243.0	227.1	208.4	218.8	233.1	241.3
판관비	292.7	286.0	277.8	291.4	319.8	328.9
영업이익	618.6	530.9	430.7	503.6	486.1	505.2
세전이익	596.9	566.2	410.7	470.2	502.1	517.9
순이익	454.6	437.6	297.3	312.7	374.3	386.0
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	4.8	5.9	3.4
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	5.9	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	6.0	5.8	4.0
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	7.3	7.7	7.7
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	0.4	3.7	-0.5
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	7.8	8.7	0.4
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	16.9	-3.5	3.9
순이익	2.9	-3.7	-32.1	5.1	19.7	3.1
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	29.9	33.0	30.2	30.1
NPM	26.8	28.3	20.7	20.5	23.2	23.0
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,461	1,750	1,804
PER	16.8	17.0	23.0	20.3	16.9	16.4
PBR	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.5	8.8	10.4	8.1	7.9	7.2
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	8.8	10.3	10.1
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	3.0	3.0	3.0

주: 2017년 실적부터 IFRS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,547.8	1,438.1	1,524.3	1,612.2	1,676.3
매출액증가율 (%)	-8.8	-7.1	6.0	5.8	4.0
매출원가	730.8	729.6	729.3	806.3	842.2
매출총이익	816.9	708.5	795.0	805.9	834.1
판매관리비	286.0	277.8	291.4	319.8	328.9
영업이익	530.9	430.7	503.6	486.1	505.2
영업이익률	34.3	30.0	33.0	30.2	30.1
금융손익	52.7	39.4	0.0	0.0	57.0
종속/관계기업순이익	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0
기타영업외순이익	-17.3	-59.3	-38.7	-38.7	38.7
세전계속사업이익	566.2	410.7	464.5	447.4	600.9
법인세비용	128.7	113.5	157.7	128.2	132.2
당기순이익	437.5	297.2	312.5	373.9	385.7
지배주주지분 순이익	437.6	297.3	312.7	374.3	386.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	92.3	479.5	489.5
당기순이익(순실)	437.5	297.2	312.5	373.9	385.7
유형자산상각비	74.2	66.0	68.5	68.5	68.5
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-71.0	-39.2	-311.0	37.0	35.2
투자활동 현금흐름	-250.2	-202.1	-132.1	-133.3	-128.2
유형자산의증가(CAPEX)	-85.5	-103.3	-46.8	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	144.9	-456.7	-62.1	-31.4	-29.9
재무활동 현금흐름	-200.3	-202.4	-1.8	-182.5	-182.5
차입금의 증감	0.5	-1.4	3.4	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	-56.7	-41.6	163.8	178.9
기초현금	93.0	105.6	48.9	7.3	171.1
기말현금	105.6	48.9	7.3	171.1	349.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동부자산	2,164.3	1,759.0	1,760.7	2,005.0	2,260.6
현금및현금성자산	105.6	48.9	7.3	171.1	349.9
매출채권	4.7	9.8	10.8	11.4	12.0
재고자산	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
비유동부자산	2,021.4	2,472.2	2,488.5	2,476.3	2,462.7
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,294.3	1,250.8	1,207.3
무형자산	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6
투자자산	525.4	982.1	1,044.2	1,075.6	1,105.5
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,249.2	4,481.3	4,723.2
유동부채	681.3	636.0	701.6	741.6	779.8
매입채무	3.4	3.6	3.9	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	12.7	13.3	13.8
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	714.3	754.9	793.6
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	3,472.8	3,664.7	3,867.9
비지배주주지분	0.1	0.0	-0.1	-0.5	-0.5
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,534.9	3,726.4	3,929.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,235	6,722	7,125	7,536	7,835
EPS(지배주주)	2,046	1,390	1,462	1,750	1,804
CFPS	2,968	2,302	2,274	2,431	2,475
EBITDAPS	2,829	2,322	2,675	2,593	2,682
BPS	16,365	16,765	16,523	17,420	18,370
DPS	990	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.8	2.8	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.0	23.0	20.3	16.9	16.4
PCR	11.7	13.9	13.0	12.2	12.0
PSR	4.8	4.8	4.2	3.9	3.8
PBR	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EBITDA	605.1	496.8	572.2	554.7	573.8
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.1	7.9	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.4	8.8	10.3	10.1
EBITDA 이익률	39.1	34.5	37.5	34.4	34.2
부채비율	19.5	18.0	20.2	20.3	20.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,241.8	1,834.7	6,029.5		
매출채권회전율(x)	347.8	199.1	148.0	145.1	143.1
재고자산회전율(x)	1,186.4	1,174.7	1,261.9	1,236.9	1,219.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 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, 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 증가대비 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	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%
2019년 6월 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	-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	4.0	15.2	
2019.06.03	산업분석	Hold	30,000	이효진	3.8	15.2	
2019.07.10	산업브리프	Hold	30,000	이효진	3.6	15.2	
2019.08.09	기업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-	