



# BUY (유지)

# 강원랜드 (035250)

## 대규모 투자 계획은 여전히 미확정

목표주가(12M) 20,000원  
 현재주가(7.19) 14,000원

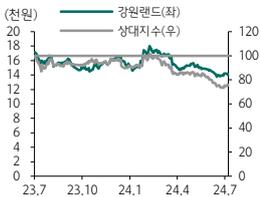
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,795.46
52주 최고/최저(원)	18,020/13,760
시가총액(십억원)	2,995.2
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	654.9
60일 평균 거래대금(십억원)	9.6
외국인지분율(%)	11.44
주요주주 지분율(%)	
한국광해광업공단	36.27
강원도개발공사	5.34

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,414.8	1,454.9
영업이익(십억원)	291.4	306.9
순이익(십억원)	280.3	282.2
EPS(원)	1,310	1,319
BPS(원)	18,653	19,240

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,270.7	1,388.6	1,428.1	1,466.0
영업이익	217.6	282.3	295.8	310.5
세전이익	167.9	457.2	494.8	445.6
순이익	115.6	340.9	378.5	336.5
EPS	540	1,593	1,769	1,573
증감율	흑전	195.00	11.05	(11.08)
PER	42.96	10.04	7.91	8.90
PBR	1.38	0.89	0.74	0.72
EV/EBITDA	12.61	5.87	4.36	3.76
ROE	3.47	9.61	10.03	8.55
BPS	16,778	18,005	18,893	19,518
DPS	350	930	1,000	1,000

### 투자 계획 확정 전까지 관망 의견 유지

경쟁 심화에 대비해 2.5조원의 투자 계획을 밝혔지만 여전히 결정된 것이 없다. 관련 투자가 규제 완화(신규 테이블 증가 or 베틱 리미트 상향 등)로 이어질 지도 중요한데 이를 확인하기 전까지 관망이 필요할 수 밖에 없다. 대규모 영업외수익으로 인해 배당 전망을 소폭 상향하며, 연간 100억원 내외의 부가가치세 감소에 따른 이익 증가 효과도 있다.

### 2Q OP 734억원(-10%)

(별도 기준) 2분기 매출액/영업이익은 각각 3,377억원(+2% YoY)/734억원(-10%)으로 컨센서스(719억원)에 부합했다. 드랍액은 1.35조원(-5%)으로 방문객 수 54.6만명(-5%), 인당 드랍액은 247만원(+0%)을 기록했다. 카지노 매출액 중 VIP 비중이 13.7%(+6.7%p)으로 상승했는데 VIP 고객 강화 노력이 나타나고 있다. 비용에서는 경영성과성과급 75억원이 반영되었다. 영업외적으로는 2014년~2018년까지 5개년 부가가치세 부과처분취소 소송 승소로 750억원의 환급을 받으면서 순이익이 예상치를 크게 상회했으며, 소송 승소에 따른 해당 부가세 납부 의무가 소멸되며 연 100억원 정도의 비용 감소 및 영업이익 증가 효과가 있다. 또한, 2019년부터 2024년 1분기까지 납부한 465억원의 부가세에 대해서도 경쟁 청구를 진행 중이다. 승소 시 영업외수익으로 추가 반영될 것이다.

### 2030년 일본과 태국에서 신규 복합리조트 개장 목표

2030년에는 일본과 태국에서 신규 복합리조트가 완공될 계획으로 경쟁에 부담으로 작용할 가능성이 충분하다. 일본은 2023년 약 9조원(1조엔)을 투자한 오사카 유메시마 인공섬에 복합리조트가 완공된다. 태국 역시 카지노 합법화와 관련된 행정 절차 및 사업자 선정을 연내 마무리 해 2029년까지 약 2조원 규모의 대형 복합리조트를 최소 5개에서 최대 8개까지 개발한다는 계획을 가지고 있으며, 이는 최소 20조원의 투자를 의미하는 것이다. 증설이 곧 실적이라는 카지노 산업의 명제를 감안하면 단기적으로는 경쟁 심화, 중장기적으로 아시아 카지노 산업에 긍정적인 것으로 전망하나 지리적 불리함이 있는 강원랜드는 외국인 유입보다는 내국인 이탈에 따른 우려가 나타날 수 밖에 없다. 이에 대응하기 위해 2.5조원의 대규모 투자 계획을 밝혔지만 아직까지 결정된 사항은 없다.



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com  
 RA 황지원 jiwon.hwang@hanafn.com

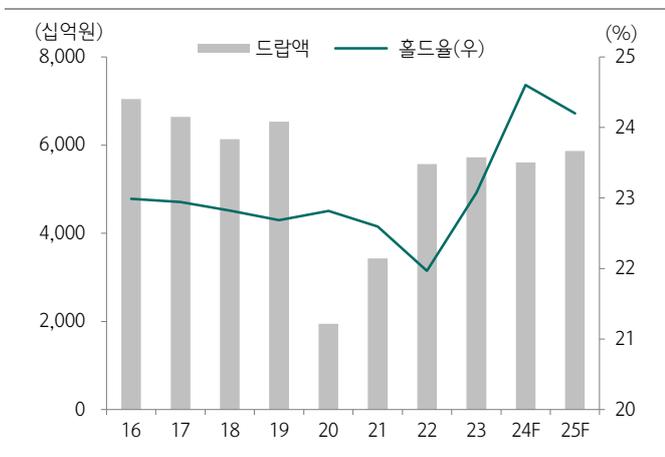
도표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F
드랍액	5,570	5,722	5,608	5,863	1,500	1,419	1,469	1,333	1,380	1,347	1,425	1,456
홀드올	22.0%	23.1%	24.6%	24.2%	22.4%	22.6%	23.8%	23.5%	25.1%	24.6%	24.3%	24.5%
매출액	1,271	1,389	1,428	1,466	358	331	374	325	368	338	366	356
Casino	1,110	1,206	1,248	1,284	306	294	320	286	316	305	313	313
Non-Casino	161	183	180	182	52	37	54	40	52	32	53	42
영업이익	218	282	296	310	70	82	92	39	76	73	83	63
OPM	17%	20%	21%	21%	19%	25%	25%	12%	21%	22%	23%	18%
당기순이익	116	341	379	336	102	91	74	74	93	150	68	68

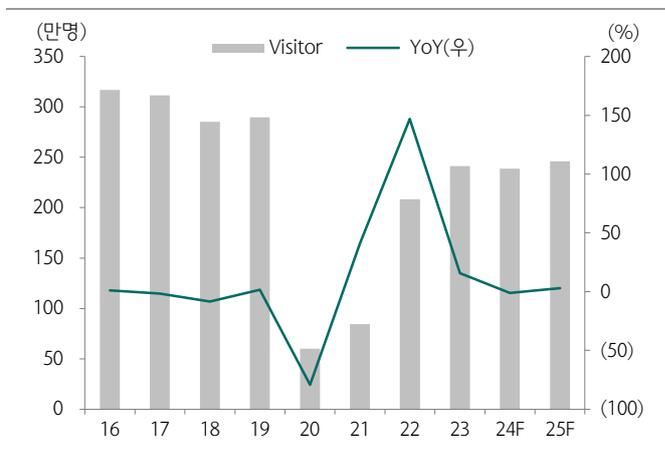
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 2. 강원랜드 카지노 드랍액 및 홀드올 추이



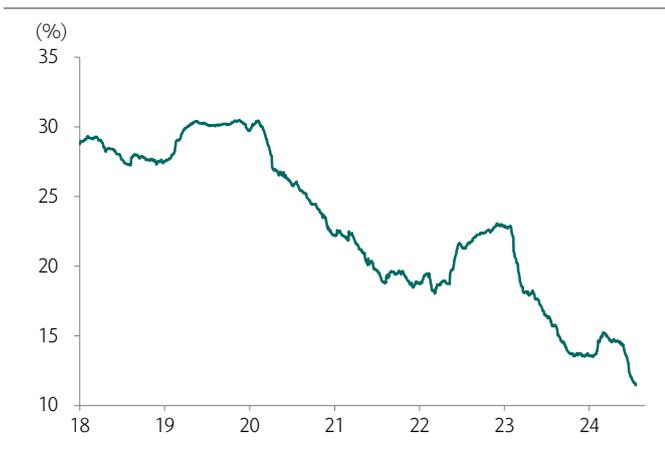
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 3. 강원랜드 방문객 수 추이



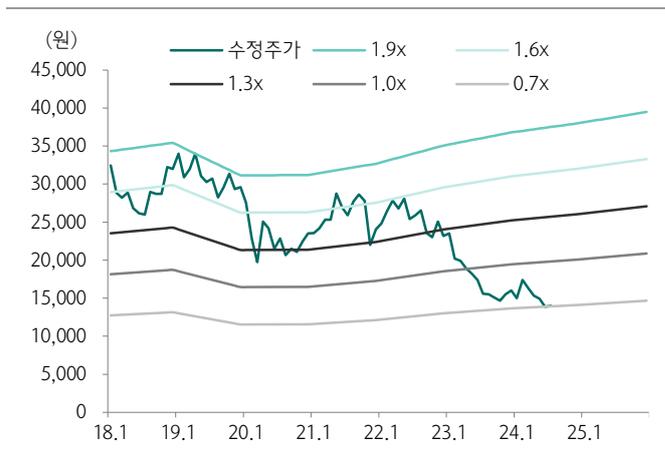
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 4. 강원랜드 외국인 지분을 추이



자료: 하나증권

도표 5. 강원랜드 12MF P/B 차트



자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,270.7</b>	<b>1,388.6</b>	<b>1,428.1</b>	<b>1,466.0</b>	<b>1,500.0</b>
매출원가	921.8	979.4	997.6	1,015.6	1,039.1
매출총이익	348.9	409.2	430.5	450.4	460.9
판매비	131.3	126.9	134.6	139.9	143.5
<b>영업이익</b>	<b>217.6</b>	<b>282.3</b>	<b>295.8</b>	<b>310.5</b>	<b>317.4</b>
금융손익	(31.8)	208.2	152.3	160.3	168.7
종속/관계기업손익	0.2	(6.9)	0.5	0.5	0.5
기타영업외손익	(18.2)	(26.3)	46.2	(25.6)	(7.6)
<b>세전이익</b>	<b>167.9</b>	<b>457.2</b>	<b>494.8</b>	<b>445.6</b>	<b>479.0</b>
법인세	52.2	116.4	116.3	109.2	113.2
계속사업이익	115.6	340.9	378.5	336.5	365.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>115.6</b>	<b>340.9</b>	<b>378.5</b>	<b>336.5</b>	<b>365.8</b>
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>지배주주순이익</b>	<b>115.6</b>	<b>340.9</b>	<b>378.5</b>	<b>336.5</b>	<b>365.8</b>
지배주주지분포괄이익	162.6	333.5	378.5	336.5	365.8
NOPAT	149.9	210.4	226.3	234.4	242.4
EBITDA	295.8	362.7	370.2	379.4	381.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	61.17	9.28	2.84	2.65	2.32
NOPAT증가율	흑전	40.36	7.56	3.58	3.41
EBITDA증가율	1,007.87	22.62	2.07	2.49	0.47
영업이익증가율	흑전	29.73	4.78	4.97	2.22
(지배주주)순이익증가율	흑전	194.90	11.03	(11.10)	8.71
EPS증가율	흑전	195.00	11.05	(11.08)	8.71
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.46	29.47	30.14	30.72	30.73
EBITDA이익률	23.28	26.12	25.92	25.88	25.41
영업이익률	17.12	20.33	20.71	21.18	21.16
계속사업이익률	9.10	24.55	26.50	22.95	24.39

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	540	1,593	1,769	1,573	1,710
BPS	16,778	18,005	18,893	19,518	20,280
CFPS	1,423	1,675	2,661	2,405	2,537
EBITDAPS	1,382	1,696	1,730	1,773	1,782
SPS	5,939	6,490	6,675	6,852	7,011
DPS	350	930	1,000	1,000	1,000
<b>추가지표(배)</b>					
PER	42.96	10.04	7.91	8.90	8.19
PBR	1.38	0.89	0.74	0.72	0.69
PCFR	16.30	9.55	5.26	5.82	5.52
EV/EBITDA	12.61	5.87	4.36	3.76	3.24
PSR	3.91	2.47	2.10	2.04	2.00
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.47	9.61	10.03	8.55	8.96
ROA	2.89	7.91	8.31	7.11	7.46
ROIC	18.67	29.03	33.54	38.12	42.39
부채비율	22.03	20.96	20.44	20.24	19.86
순부채비율	(36.13)	(35.15)	(39.89)	(43.25)	(46.12)
이자보상배율(배)	119.06	36.85	38.62	40.54	41.44

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>1,328.8</b>	<b>1,391.1</b>	<b>1,642.2</b>	<b>1,831.0</b>	<b>2,022.3</b>
금융자산	1,299.6	1,353.8	1,604.1	1,791.9	1,982.5
현금성자산	101.1	166.2	315.2	415.1	508.9
매출채권	4.6	6.0	6.2	6.3	6.5
재고자산	4.0	5.5	5.7	5.8	6.0
기타유동자산	20.6	25.8	26.2	27.0	27.3
<b>비유동자산</b>	<b>2,838.9</b>	<b>3,057.6</b>	<b>3,016.3</b>	<b>2,980.4</b>	<b>2,969.2</b>
투자자산	1,233.5	1,554.7	1,557.8	1,560.8	1,563.5
금융자산	1,178.9	1,507.1	1,508.9	1,510.6	1,512.1
유형자산	1,258.0	1,234.4	1,190.6	1,152.1	1,138.5
무형자산	2.8	1.8	1.1	0.7	0.5
기타비유동자산	344.6	266.7	266.8	266.8	266.7
<b>자산총계</b>	<b>4,167.8</b>	<b>4,448.7</b>	<b>4,658.5</b>	<b>4,811.3</b>	<b>4,991.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>687.7</b>	<b>701.1</b>	<b>720.6</b>	<b>739.3</b>	<b>756.1</b>
금융부채	2.7	6.1	6.3	6.5	6.6
매입채무	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
기타유동부채	681.7	691.6	710.8	729.2	745.8
<b>비유동부채</b>	<b>64.7</b>	<b>69.6</b>	<b>70.0</b>	<b>70.4</b>	<b>70.8</b>
금융부채	63.0	54.9	54.9	54.9	54.9
기타비유동부채	1.7	14.7	15.1	15.5	15.9
<b>부채총계</b>	<b>752.4</b>	<b>770.8</b>	<b>790.7</b>	<b>809.8</b>	<b>826.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,415.4</b>	<b>3,677.9</b>	<b>3,867.9</b>	<b>4,001.6</b>	<b>4,164.7</b>
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
자본조정	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,353.2	3,615.7	3,805.7	3,939.4	4,102.5
<b>비배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.1)</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,415.4</b>	<b>3,677.9</b>	<b>3,867.9</b>	<b>4,001.6</b>	<b>4,164.6</b>
순금융부채	(1,234.0)	(1,292.8)	(1,542.8)	(1,730.5)	(1,920.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>420.2</b>	<b>337.8</b>	<b>471.8</b>	<b>423.5</b>	<b>445.9</b>
당기순이익	115.6	340.9	378.5	336.5	365.8
조정	185.8	3.9	74.4	68.9	63.8
감가상각비	78.2	80.5	74.4	68.9	63.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	6.9	0.0	0.0	0.0
기타	107.8	(83.5)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	118.8	(7.0)	18.9	18.1	16.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(524.2)</b>	<b>(202.7)</b>	<b>(134.3)</b>	<b>(121.0)</b>	<b>(149.5)</b>
투자자산감소(증가)	(667.1)	(321.3)	(3.1)	(3.0)	(2.7)
자본증가(감소)	(29.1)	(70.8)	(30.0)	(30.0)	(50.0)
기타	172.0	189.4	(101.2)	(88.0)	(96.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(75.5)</b>	<b>(188.4)</b>	<b>(202.6)</b>	<b>(202.6)</b>
금융부채증가(감소)	(2.3)	(4.6)	0.2	0.2	0.2
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.0	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
배당지급	0.0	(71.0)	(188.5)	(202.7)	(202.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>(105.3)</b>	<b>59.6</b>	<b>154.5</b>	<b>99.9</b>	<b>93.7</b>
Unlevered CFO	304.5	358.4	569.2	514.5	542.8
Free Cash Flow	390.7	267.0	441.8	393.5	395.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.5	BUY	20,000		
23.7.6	BUY	22,000	-28.94%	-18.09%
23.5.11	BUY	25,000	-28.10%	-24.08%
23.2.10	BUY	26,000	-24.58%	-17.69%
22.11.11	BUY	31,000	-23.23%	-19.19%
22.8.11	1년 경과		-	-
21.8.11	BUY	33,000	-20.02%	-10.91%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 7월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 7월 22일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 07월 19일