

강원랜드 (035250)

트래픽 회복이 급선무

2024년 5월 9일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	22,000 원 (하향)
✓ 상승여력	48.5%	✓ 현재주가 (5월 8일)	15,490 원

신한생

시장이 원하는 방향과 사업 지속성의 딜레마

높은 홀드올, 비용 통제로 이익은 기대치 상회했으나, 트래픽은 여전히 부진. 2.5조원대 투자를 담은 장기 프로젝트 발표는 오히려 배당/방어 투자포인트에서 멀어질 수 있기에 동종업체 대비 우위 매력도 모호

1Q24 Review: 기대치 상회, 그러나 여전히 아쉬운 트래픽 추세

강원랜드의 1Q24 매출액은 3,684억(+3% YoY), 영업이익은 759억원(9% YoY) 기록. 홀드올이 25.1%로 역대 가장 높았고, 적극적인 비용 통제로 기대치 대비 상회. 그러나 드랍액은 8% 감소, VIP GGR은 +50% 늘었지만 VIP 자격 완화, 고객 서비스 프로그램 강화, 전년 기저효과 영향이 크며 훨씬 더 큰 비중인 Mass GGR은 5% 감소, 4~5월도 유사한 상황

VIP, Mass의 GGR은 19년 대비 각각 76%, 98%에 불과해 여전히 트래픽은 아쉬운 상황. 19년 대비 인당 스펀딩은 유사한 수준이나, 방문객 수가 대폭 줄어든 영향. ① 수도권 홀덤바, ② 불법 온라인 도박, ③ 근거리 해외 원정도박으로 카지노 수요가 분산되고 있기 때문. 트래픽 회복 시급

지난 4/2, 2.5조원 투자 등을 담은 <K-HIT Project 1.0> 발표. 당사는 시장이 바라보는 외인(성장) vs. 내국인 카지노(방어) 평가 잣대는 상이한 편이라 판단. 프로젝트 진행 시, 사업의 지속성은 담보되지만, 오히려 투자포인트인 배당여력 축소 등 밸류업 프로그램에서 멀어질 수 있는 리스크 공존

Valuation

동사는 현재 적극적인 고객 유치를 위해 카지노 콤프 적립액을 기존 10% ⇒ 15% 상향 검토 중. 25F 순이익 추정치를 -3% 변동해 목표주가는 소폭 하향하나, 현주가는 24F PER 11.8배로 역사적 하단으로 매수의견 유지

12월 결산 매출액	영업이익	순이익	PER	ROE	PBR	EV/EBITDA	DY	
(십억원)	(십억원)	(십억원)	(배)	(%)	(배)	(%)	(%)	
2021	788.4	(52.7)	(10.6)	-	(0.3)	1.6	134.0	0.0
2022	1,270.7	217.6	115.6	42.9	3.5	1.5	12.6	1.5
2023	1,388.6	282.3	340.9	10.0	9.6	0.9	5.9	5.8
2024F	1,443.4	295.8	277.4	11.8	7.4	0.9	4.7	5.6
2025F	1,503.0	312.0	279.8	11.7	7.3	0.8	4.1	5.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[레저]

지인해 연구위원

✉ inhae.ji@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	3,313.9십억원
발행주식수(유동비율)	213.9백만주(58.5%)
52주 최고가/최저가	18,980 원/14,480 원
일평균 거래액 (60 일)	11,731 백만원
외국인 지분율	14.6%

주요주주 (%)

한국광해광업공단	36.2
강원도개발공사	5.3

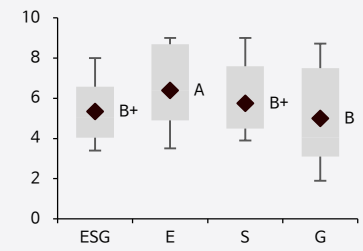
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.6	(11.2)	(18.0)	(2.2)
상대	(0.4)	(15.2)	(24.9)	(4.9)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



강원랜드 1Q24 Review

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	358.1	331.1	374.0	325.3	368.4	13.2	2.9	355.0	3.8
영업이익	69.7	82.0	91.8	38.7	75.9	95.8	8.8	65.6	15.7
순손익	101.5	91.5	74.1	73.7	92.9	26.0	(8.5)	55.3	68.2
OPM	19.5	24.8	24.5	11.9	20.6			18.5	2.1
NPM	28.3	27.6	19.8	22.7	25.2			15.6	9.7

자료: QuantiWise, 신한투자증권

강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P
매출액	226.9	311.5	397.6	334.7	358.1	331.1	374.0	325.3	368.4
(%YoY)	132.8	53.0	62.1	38.2	57.9	6.3	(5.9)	(2.8)	2.9
카지노	192.2	280.1	343.5	294.1	306.0	294.3	320.1	285.6	316.2
(%YoY)	125.0	52.4	61.3	36.9	59.2	5.1	(6.8)	(2.9)	3.3
(%Sales)	84.7	89.9	86.4	87.9	85.5	88.9	85.6	87.8	85.8
비카지노	34.6	31.4	54.1	40.6	52.1	36.8	53.9	39.8	52.1
(%YoY)	188.2	58.9	67.6	48.7	50.4	17.2	(0.4)	(2.1)	0.1
(%Sales)	15.3	10.1	13.6	12.1	14.5	11.1	14.4	12.2	14.2
매출원가	186.8	215.1	248.2	271.7	258.3	223.5	249.8	247.7	261.5
(%YoY)	41.6	23.0	28.6	19.7	38.3	3.9	0.6	(8.8)	1.2
(%margin)	82.3	69.0	62.4	81.2	72.1	67.5	66.8	76.1	71.0
카지노	116.6	145.9	168.0	181.9	167.7	150.2	166.5	164.5	171.6
(%YoY)	60.8	27.9	35.6	21.7	43.8	2.9	(0.9)	(9.6)	2.3
(%margin)	60.7	52.1	48.9	61.9	54.8	51.0	52.0	57.6	54.3
비카지노	70.2	69.2	80.2	89.8	90.7	73.3	83.3	83.2	89.9
(%YoY)	18.1	13.8	16.0	15.8	29.2	6.0	3.8	(7.4)	(0.8)
(%margin)	202.6	220.4	148.4	221.1	174.0	199.3	154.6	209.2	172.5
매출총이익	40.1	96.4	149.3	63.0	99.8	107.6	124.2	77.6	106.8
(%YoY)	흑전	234.8	186.2	316.1	148.9	11.6	(16.9)	23.2	7.1
(%GPM)	17.7	31.0	37.6	18.8	27.9	32.5	33.2	23.9	29.0
판관비	29.6	26.5	30.6	44.6	30.1	25.6	32.4	38.9	31.0
(%YoY)	17.6	1.5	9.7	26.9	1.8	(3.5)	5.8	(12.8)	2.9
(%Sales)	13.0	8.5	7.7	13.3	8.4	7.7	8.7	12.0	8.4
영업손익	10.5	69.9	118.7	18.4	69.7	82.0	91.8	38.7	75.9
(%YoY)	적지	2,489.0	389.1	흑전	561.9	17.3	(22.7)	110.9	8.9
(%OPM)	4.6	22.5	29.9	5.5	19.5	24.8	24.5	11.9	20.6
순손익	(5.8)	37.5	74.7	9.2	101.5	91.5	74.1	73.7	92.9
(%YoY)	적지	79.6	265.9	흑전	흑전	143.7	(0.8)	700.0	(8.5)
(%NPM)	(2.6)	12.1	18.8	2.8	28.4	27.6	19.8	22.7	25.2

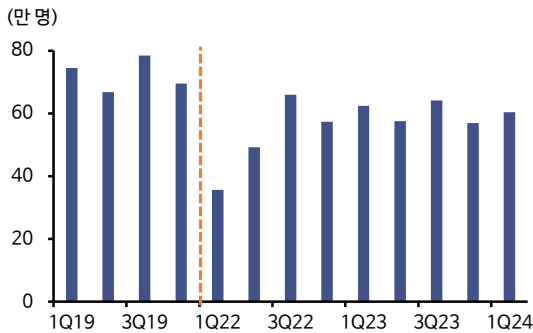
자료: 회사 자료, 신한투자증권

강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,696.5	1,547.8	1,438.1	1,520.1	478.6	788.4	1,270.7	1,388.6	1,443.4	1,503.0
(%YoY)	3.8	(8.8)	(7.1)	5.7	(68.5)	64.7	61.2	9.3	3.9	4.1
카지노	1,619.0	1,389.2	1,273.8	1,342.3	404.3	697.1	1,110.0	1,206.0	1,249.9	1,299.9
(%YoY)	4.0	(14.2)	(8.3)	5.4	(69.9)	72.4	59.2	8.7	3.6	4.0
(%Sales)	95.4	89.8	88.6	88.3	84.5	88.4	87.4	86.9	86.6	86.5
비카지노	77.5	158.6	164.3	177.8	74.2	91.4	160.7	182.5	193.5	203.2
(%YoY)	(0.1)	104.6	3.6	8.2	(58.2)	23.1	75.9	13.6	6.0	5.0
(%Sales)	4.6	10.2	11.4	11.7	15.5	11.6	12.6	13.1	13.4	13.5
영업손익	618.6	530.9	430.7	502.2	(431.6)	(52.7)	217.6	282.3	295.8	312.0
(%YoY)	3.9	(14.2)	(18.9)	16.6	적전	적지	흑전	29.7	4.8	5.5
(%OPM)	36.5	34.3	30.0	33.0	(90.2)	(6.7)	17.1	20.3	20.5	20.8
순손익	454.5	437.5	297.2	335.1	(273.5)	(10.6)	115.6	340.9	277.4	279.8
(%YoY)	2.9	(3.7)	(32.1)	12.7	적전	적지	흑전	194.9	(18.6)	0.9
(%NPM)	26.8	28.3	20.7	22.0	(57.1)	(1.3)	9.1	24.6	19.2	18.6

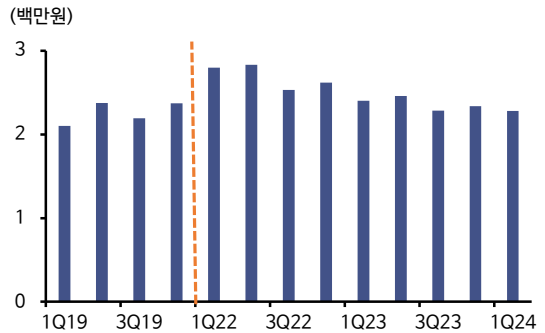
자료: 회사 자료, 신한투자증권

강원랜드 방문객 수 추이



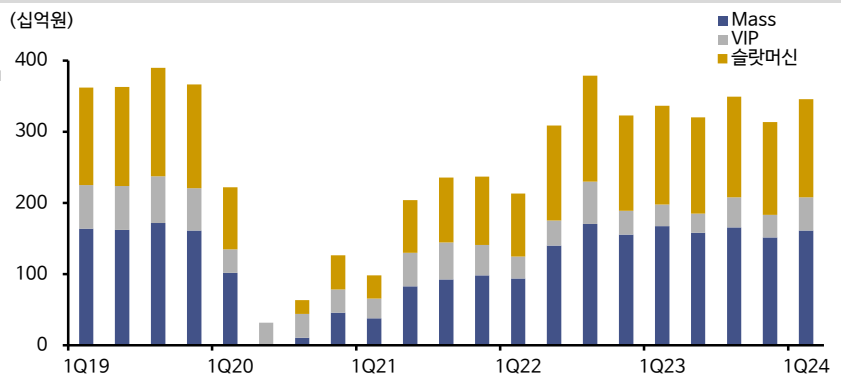
자료: 회사 자료, 신한투자증권

강원랜드 인당 베팅금액 추이



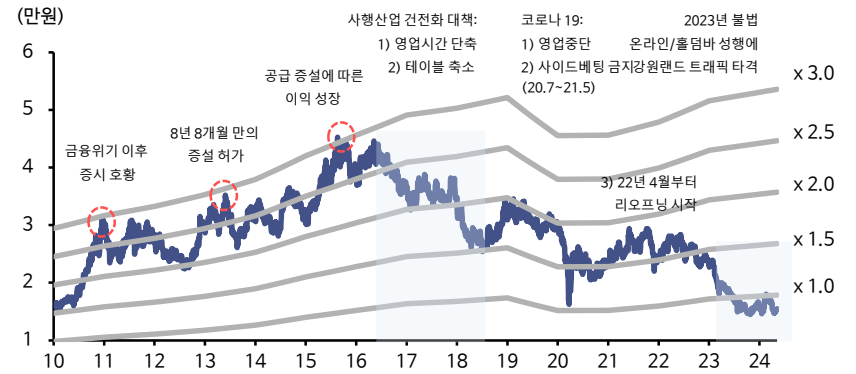
자료: 회사 자료, 신한투자증권

강원랜드 분기별 GGR 추이

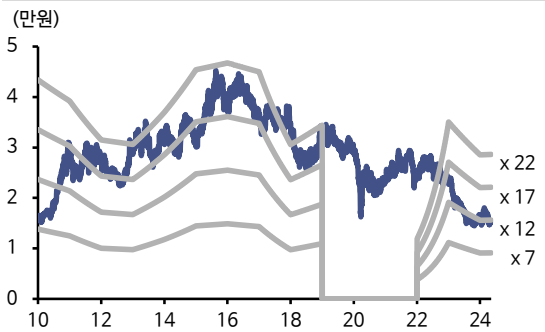


자료: QuantiWise, 신한투자증권

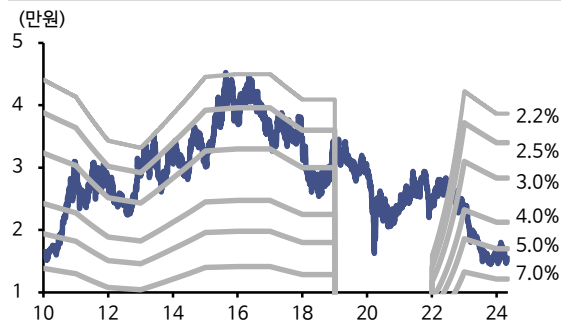
강원랜드 PBR BAND CHART



강원랜드 PER BAND CHART



강원랜드 배당 BAND CHART



강원랜드 실적 추정치 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변경률	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F
매출액	1,443.4	1,503.0	1,443.4	1,503.0	0.0	0.0
영업이익	298.3	320.5	295.8	312.0	(0.8)	(2.6)
순이익	279.4	288.7	277.4	279.8	(0.7)	(3.1)

자료: 신한투자증권

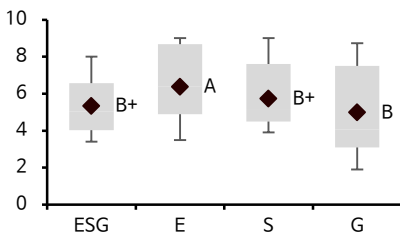
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 동사는 공기업으로서 정부의 탄소중립 목표에 적극 협조하며 일회용품 감축운동, 플라스틱수거 캠페인 등 녹색경영(E)
- ◆ 기업으로서 환경 지표도 철저히 관리 중. 기업운영에 있어서도 윤리/반부패/준법 경영, 투명한 지배구조(G)를 지향
- ◆ 폐광지역의 경제 발전을 위해 만들어진 카지노 리조트로서 기본적인 사업 모델은 사회적 책임 이슈(S)에 노출되나,
- ◆ 지역사회 공헌, 협력사와의 동반성장을 이루고, 도박중독관리센터 운영을 통해 도박 위험도 최소화하기 위해 노력

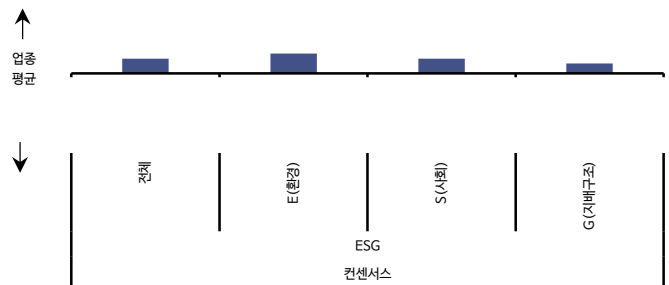
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

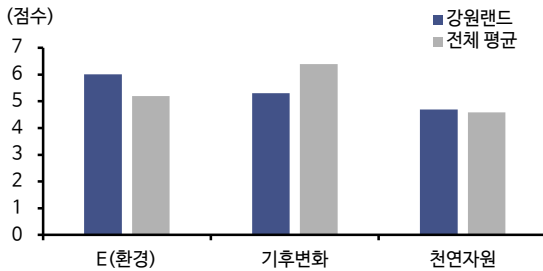
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

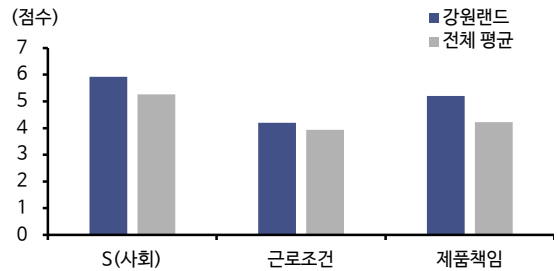
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



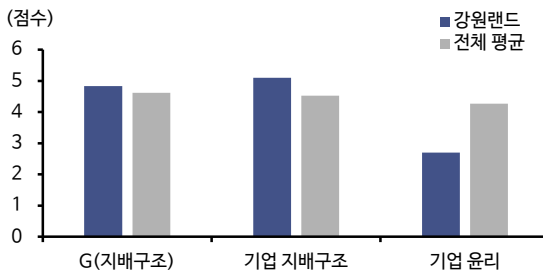
자료: Refinitiv, 신한투자증권

사회 세부 점수 및 전체평균



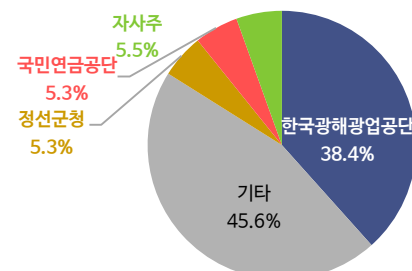
자료: Refinitiv, 신한투자증권

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: Refinitiv, 신한투자증권

주주 구성



자료: Dart, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
자산총계	3,827.3	4,167.8	4,448.7	4,663.3	4,796.9
유동자산	1,657.0	1,328.8	1,391.1	1,603.6	1,734.4
현금및현금성자산	206.4	101.1	166.2	348.0	443.8
매출채권	3.4	4.6	6.0	5.5	5.7
재고자산	3.4	4.0	5.5	5.0	5.2
비유동자산	2,170.2	2,838.9	3,057.6	3,059.7	3,062.5
유형자산	1,304.0	1,258.0	1,234.4	1,232.8	1,231.3
무형자산	3.1	2.8	1.8	1.1	0.7
투자자산	566.4	1,233.5	1,554.7	1,559.0	1,563.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	574.5	752.4	770.8	880.3	906.3
유동부채	506.8	687.7	701.1	810.1	840.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	2.7	3.3	3.4	3.5	3.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	67.7	64.7	69.6	70.2	65.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	65.7	63.0	54.9	54.9	49.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,252.8	3,415.4	3,677.9	3,783.0	3,890.5
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타자본	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,190.6	3,353.2	3,615.7	3,720.8	3,828.4
지배주주지분	3,252.8	3,415.4	3,677.9	3,783.0	3,890.5
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
*충차입금	67.9	65.6	61.1	61.3	56.6
*순차입금(순현금)	(1,569.3)	(1,234.0)	(1,292.8)	(1,505.1)	(1,639.0)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	210.9	420.2	337.8	420.9	326.7
당기순이익	(10.6)	115.6	340.9	277.4	279.8
유형자산상각비	78.6	77.3	79.5	81.6	81.5
무형자산상각비	0.7	0.9	1.0	0.6	0.4
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.2)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
지분법, 종속, 관계기업실익(이익)	(0.7)	(0.2)	6.9	0.0	0.0
운전자본변동	157.1	118.8	(7.0)	245.4	149.1
(법인세납부)	0.0	(16.6)	(43.5)	(88.6)	(89.3)
기타	(14.2)	124.6	(39.3)	(94.8)	(94.1)
투자활동으로인한현금흐름	(73.9)	(524.2)	(202.7)	68.4	65.3
유형자산의증가(CAPEX)	(42.9)	(29.4)	(70.8)	(80.0)	(80.0)
유형자산의감소	0.0	0.3	1.3	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.6)	(0.1)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	87.0	0.0	3.2	(4.3)	(4.7)
기타	(118.0)	(494.5)	(136.3)	152.7	150.0
FCF	185.2	369.5	222.0	335.1	267.0
재무활동으로인한현금흐름	3.3	(1.3)	(70.0)	(188.3)	(177.1)
차입금의 증가(감소)	3.3	(1.3)	0.9	0.2	(4.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(71.0)	(188.5)	(172.3)
기타	0.0	0.0	0.1	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(119.1)	(119.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	140.3	(105.3)	65.1	181.9	95.7
기초현금	66.1	206.4	101.1	166.2	348.0
기말현금	206.4	101.1	166.2	348.0	443.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	788.4	1,270.7	1,388.6	1,443.4	1,503.0
증감률 (%)	64.7	61.2	9.3	3.9	4.1
매출원가	726.8	921.8	979.4	1,016.9	1,053.7
매출총이익	61.6	348.9	409.2	426.5	449.3
매출총이익률 (%)	7.8	27.5	29.5	29.5	29.9
판매관리비	114.3	131.3	126.9	130.7	137.3
영업이익	(52.7)	217.6	282.3	295.8	312.0
증감률 (%)	적지	흑전	29.7	4.8	5.5
영업이익률 (%)	(6.7)	17.1	20.3	20.5	20.8
영업외손익	38.5	(49.7)	175.0	70.3	57.1
금융손익	59.1	(31.8)	208.2	80.0	66.9
기타영업외손익	(21.3)	(18.2)	(26.3)	(9.7)	(9.7)
종속 및 관계기업관련손익	0.7	0.2	(6.9)	0.0	0.0
세전계속사업이익	(14.2)	167.9	457.2	366.0	369.2
법인세비용	(3.6)	52.2	116.4	88.6	89.3
계속사업이익	(10.6)	115.6	340.9	277.4	279.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.6)	115.6	340.9	277.4	279.8
증감률 (%)	적지	흑전	194.8	(18.6)	0.9
순이익률 (%)	(1.3)	9.1	24.5	19.2	18.6
(지배주주)당기순이익	(10.6)	115.6	340.9	277.5	279.9
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
총포괄이익	5.8	162.6	333.5	277.4	279.8
(지배주주)총포괄이익	5.8	162.6	333.5	277.5	279.9
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EBITDA	26.7	295.8	362.7	378.0	393.9
증감률 (%)	흑전	1,008.4	22.6	4.2	4.2
EBITDA 이익률 (%)	3.4	23.3	26.1	26.2	26.2

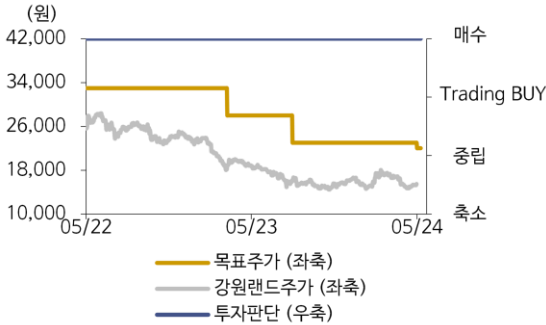
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(49)	540	1,593	1,297	1,308
EPS (지배순이익, 원)	(49)	540	1,593	1,297	1,308
BPS (자본총계, 원)	15,204	15,964	17,191	17,683	18,185
BPS (지배지분, 원)	15,204	15,964	17,191	17,683	18,185
DPS (원)	0	350	930	850	850
PER (당기순이익, 배)	(486.2)	42.9	10.0	11.8	11.7
PER (지배순이익, 배)	(486.9)	42.9	10.0	11.8	11.7
PBR (자본총계, 배)	1.6	1.5	0.9	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	134.0	12.6	5.9	4.7	4.1
배당성향 (%)	0.0	61.4	55.3	62.1	61.6
배당수익률 (%)	0.0	1.5	5.8	5.6	5.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.4	23.3	26.1	26.2	26.2
영업이익률 (%)	(6.7)	17.1	20.3	20.5	20.8
순이익률 (%)	(1.3)	9.1	24.5	19.2	18.6
ROA (%)	(0.3)	2.9	7.9	6.1	5.9
ROE (지배순이익, %)	(0.3)	3.5	9.6	7.4	7.3
ROIC (%)	(5.6)	25.6	52.7	42.9	52.3
안정성					
부채비율 (%)	17.7	22.0	21.0	23.3	23.3
순차입금비율 (%)	(48.2)	(36.1)	(35.1)	(39.8)	(42.1)
현금비율 (%)	40.7	14.7	23.7	43.0	52.8
이자보상배율 (배)	(30.8)	119.1	36.9	40.0	43.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(2.0)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(1.9)
재고자산회수기간 (일)	1.3	1.1	1.3	1.3	1.2
매출채권회수기간 (일)	1.3	1.1	1.4	1.5	1.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

강원랜드(035250)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 16일	매수	33,000	(19.7)	(14.1)
2022년 09월 17일		6개월경과	(30.2)	(20.2)
2023년 03월 18일		6개월경과	-	-
2023년 03월 17일	매수	28,000	(35.3)	(28.6)
2023년 08월 08일	매수	23,000	(32.5)	(24.2)
2024년 02월 09일		6개월경과	(29.3)	(21.7)
2024년 05월 09일	매수	22,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 지인해)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 07일 기준)

매수 (매수)	94.19%	Trading BUY (중립)	3.73%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------