

강원랜드
(035250)

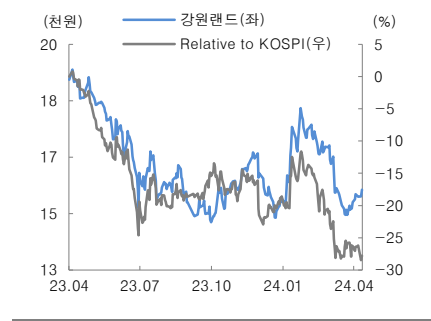
임수진
soojin.lim@daishin.com

투자 의견
BUY
매수, 유지

6개월
목표주가
20,000
유지

현재주가
(24.05.08)
15,490
레저업종

KOSPI	2745.05
시가총액	3,314십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	107십억원
52주 최고/최저	18,980원 / 14,480원
120일 평균거래대금	94억원
외국인지분율	14.60%
주요주주	한국관광공사 36.27% 강원도개발공사 5.34%
주가수익률(%)	1M 3M 6M 12M
절대수익률	0.6 -11.2 -0.1 -18.0
상대수익률	-0.4 -15.2 -11.9 -24.9



역대급 홀드율로 컨센서스 상회

- 역대급 홀드율에 따라 1분기 OP 컨센서스 상회 기록
- 해외 여행 수요 확대 및 불법도박 영향 지속으로 방문객 수 YoY -3.2% 감소
- 카지노 규제완화 혹은 불법 도박에 대한 추가 대책 발표까지 주가 횡보 예상

투자 의견 매수, 목표주가 20,000원 유지

목표주가는 2024E EPS 1,170원에 Target PER 17.0배를 적용하여 산정. 동사의 투자포인트로는 안정적인 배당수익을 기대할 수 있으나 불법 도박 및 온라인 카지노 영향으로 성장폭은 크지 않은 상황. 또한, 29년 오사카 카지노 신설까지 감안한다면 지난달 발표한 2.5조원 규모의 투자 계획은 올바른 방향으로 평가. 다만, 계획대로 나아가기 위해서는 규제 완화가 필수인 상황으로 불확실성이 여전히 존재. 규제완화 혹은 불법 도박을 근절하기 위한 추가 대책이 나오기까지 주가는 횡보할 가능성이 높다고 판단

역대급 홀드율에 따라 1분기 OP 컨센서스 상회 기록

1분기 연결 매출액 3,684억원(YoY +2.9%, QoQ +13.2%), 영업이익 759억원(YoY +8.9%, QoQ +80.4%)을 기록. 홀드율 25.1%로 역대 최고치를 경신하며 컨센서스를 +15% 상회하는 호실적 기록. 다만, 올해 1분기 동남아를 중심으로 해외 여행 수요가 크게 확대된 영향과 불법 사행사업장 영향이 지속되며 방문객 수는 60.4만명으로 전년대비 -3.2% 감소. 지난 2월 불법도박을 처벌할 수 있는 관광진흥법 개정안이 통과되었으나 실질적인 효과를 보기까지 상당 시간이 소요될 것으로 예상

1분기 드롭액은 1.38조원으로 전년 대비 -8% 감소. 특히 1분기 VIP멤버십 매출 비중이 전분기 8%에서 11%로 증가했음에도 불구하고 인당 드롭액은 228만원으로 전년 동기 대비 -5% 감소한 점은 아쉬운 모습. 다만, 해외 여행 수요 확대에 따른 영향은 단기에 그칠 것으로 예상되며 하반기에는 카지노 영업장 확대가 예정되어 있기 때문에 인당 드롭액은 다시금 회복세를 보일 것으로 기대

(단위: 십억원, %)									
구분	1Q23	4Q23	1Q24P		2Q24				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY
매출액	358	325	361	368	2.9	13.2	355	332	0.1
영업이익	70	39	68	76	8.9	95.8	66	77	-6.1
순이익	102	74	57	62	-38.5	-15.3	55	63	-30.8

자료: 강원랜드, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원, 원, %)					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,271	1,389	1,433	1,519	1,560
영업이익	218	282	304	322	336
세전순이익	168	457	336	358	377
총당기순이익	116	341	250	267	281
지배지분순이익	116	341	250	267	281
EPS	540	1,593	1,170	1,248	1,313
PER	42.9	10.0	13.2	12.4	11.8
BPS	15,964	17,191	17,480	17,970	18,487
PBR	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	3.5	9.6	6.7	7.0	7.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,439	1,533	1,433	1,519	-0.5	-0.9
판매비와 관리비	134	137	123	135	-8.3	-1.4
영업이익	297	317	304	322	2.2	1.5
영업이익률	20.7	20.7	21.2	21.2	0.5	0.5
영업외손익	32	36	32	36	0.0	0.0
세전순이익	329	353	336	358	2.0	1.4
지배지분순이익	245	263	250	267	2.0	1.4
순이익률	17.1	17.2	17.5	17.6	0.4	0.4
EPS(지배지분순이익)	1,147	1,231	1,170	1,248	2.0	1.4

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

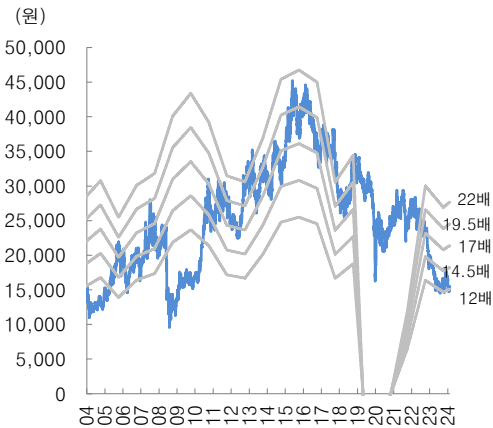
표 1. 강원랜드_Valuation Table

(단위: 십억원, 백만주, 원, 배, %)

	2024E	비고
순이익(십억원)	250.3	2024년 추정치 기준
주식수(백만주)	213.9	
EPS(원)	1,170	
Target PER	17.0	과거 5개년(15~19년) 평균 PER 18.9배에 10% 할인을 적용 할인 근거는 불법 도박 성행에 따른 고객 이탈을 반영
적정주가(원)	20,121	
목표주가(원)	20,000	
현재주가(원)	15,490	
상승여력(%)	29.1%	

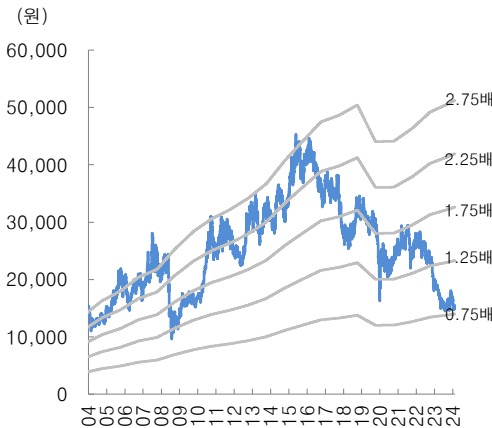
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 강원랜드_PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 강원랜드_PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. 강원랜드_실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024 E	2025E
매출액	358.1	331.1	374.0	325.3	368.4	331.6	385.6	347.0	1,388.6	1,432.6	1,518.7
카지노	306.0	294.3	320.1	285.6	316.2	301.1	335.0	300.9	1,206.0	1,253.2	1,321.7
비카지노	52.1	36.8	53.9	39.8	52.1	30.4	50.6	46.1	182.5	179.3	197.0
호텔	27.4	24.4	30.0	24.7	25.9	22.3	32.2	29.2	106.5	109.5	120.6
콘도	11.1	5.1	10.4	7.6	12.1	3.8	9.0	8.5	34.2	33.3	36.3
스키	11.9	1.0	1.0	4.5	12.8	0.5	0.9	6.5	18.4	20.7	22.4
골프	0.3	3.6	4.5	1.6	0.1	1.1	1.5	0.6	10.0	3.3	3.7
워터월드	1.2	2.0	7.5	1.2	1.2	2.2	6.2	1.1	12.0	10.6	11.9
머신제조	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	—	—
자회사	0.2	0.3	0.5	0.1	0.2	0.5	0.9	0.3	1.0	1.9	2.1
매출원가	258.3	223.5	249.8	244.9	261.5	229.1	259.1	255.6	976.5	179.3	197.0
카지노	167.7	150.2	166.5	167.3	171.6	164.5	183.1	164.4	651.7	109.5	120.6
호텔	45.8	38.5	43.0	44.4	46.1	36.3	44.1	53.5	171.8	33.3	36.3
콘도	18.8	13.0	14.3	17.5	18.6	13.4	16.1	19.1	63.6	20.7	22.4
스키	12.5	7.3	9.3	9.0	12.3	7.6	7.8	11.7	38.1	3.3	3.7
골프	0.7	1.0	1.1	0.9	0.6	0.3	0.3	0.3	3.6	10.6	11.9
워터월드	5.5	5.9	7.4	5.0	4.7	5.5	6.0	4.9	24.0	—	—
머신제조	0.8	0.7	0.6	1.1	0.8	0.5	0.6	1.2	3.2	1.9	2.1
자회사	5.8	6.1	6.5	-1.2	6.4	0.8	1.2	0.6	17.2	1,005.4	1,061.5
매출총이익	99.8	107.6	124.2	80.5	106.8	102.5	126.5	91.4	412.0	683.6	715.1
일반관리비	30.1	25.6	32.4	38.4	31.0	25.5	33.2	33.6	126.5	180.0	200.1
영업이익	69.7	82.0	91.8	42.1	75.9	77.0	93.3	57.8	285.6	67.2	74.2
영업이익률	19%	25%	25%	13%	21%	23%	24%	17%	21%	39.5	41.1
당기순이익	101.5	91.5	74.1	78.0	92.9	64.2	77.4	47.3	345.1	1.5	1.1

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 3. 강원랜드_주요 가정 (단위: 천명, %, 십억원, 백만원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024 E	2025E
입장객(천명)	625	576	642	570	605	565	656	598	2,413	2,423	2,569
(YoY)	75%	17%	-3%	-1%	-3%	-2%	2%	5%	16%	2%	24%
총드롭액	1,500	1,419	1,469	1,333	1,380	1,462	1,542	1,400	5,722	5,784	6,101
(YoY)	50%	2%	-12%	-11%	-8%	3%	5%	5%	3%	1%	5%
인당 드랍(백만원)	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3	2.6	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4
홀드율	22%	23%	24%	24%	25%	23%	24%	24%	23%	24%	24%

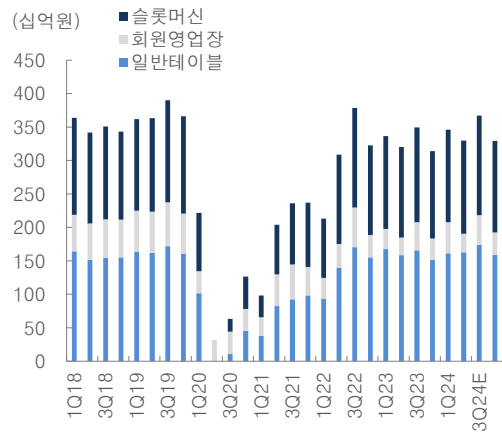
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 4. 강원랜드_카지노 Capacity History (단위: 시간, 대)

	2000.10~	2003.03~	2004.11~	2013.6~	2018.01~	2020.07~
운영시간	21 시간	20 시간	20 시간	20 시간	18 시간	20 시간
테이블 수	30	100	132	200	180	200
머신 수	480	960	960	1360	1360	1360

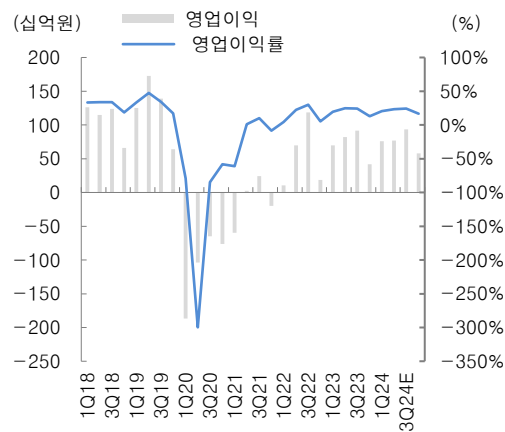
자료: 강원랜드, 대신증권 Research

그림 3. 강원랜드_매출액 추이 및 전망



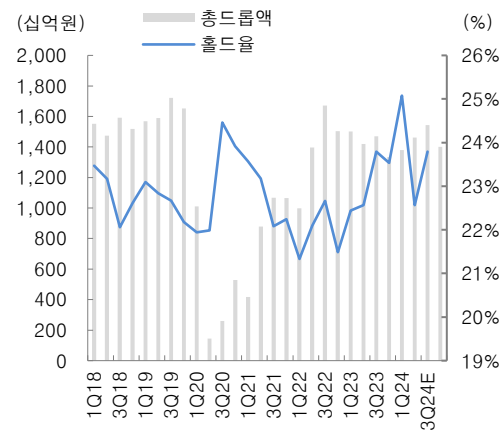
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 4. 강원랜드_영업이익 및 OPM



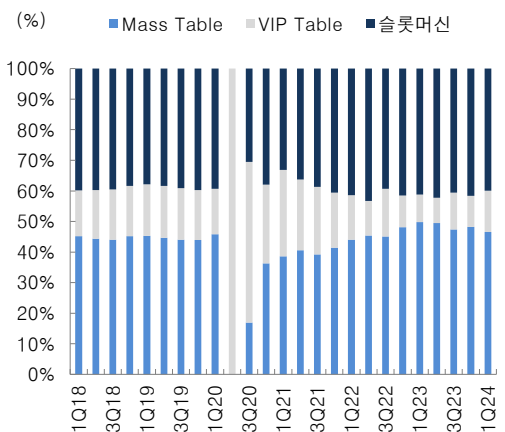
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 5. 강원랜드_총 드롭액 및 홀드율 추이



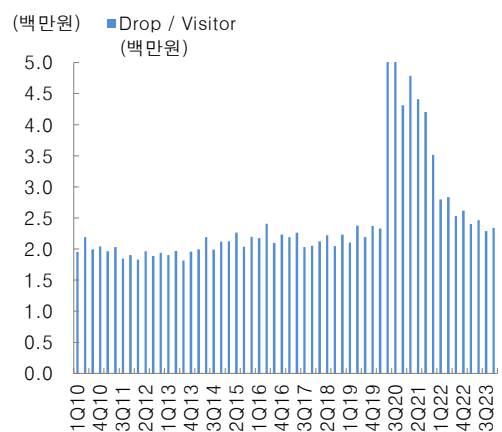
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 6. 강원랜드_Mass/VIP/슬롯 매출비중 추이



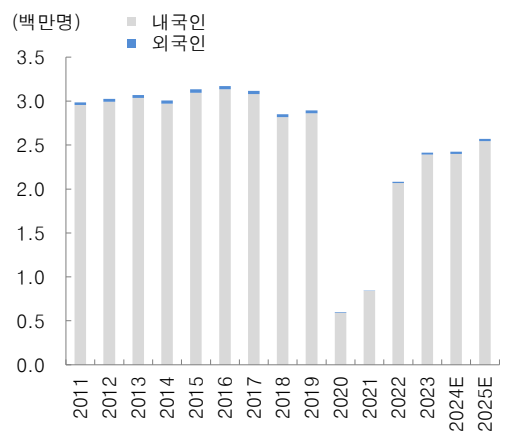
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 7. 강원랜드_인당 평균 드랍액 추이



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 8. 강원랜드_고객별 입장객 추이 및 전망



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 5. 사행산업 및 강원랜드 매출총량제 추이 (단위: 십억원)

구분	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
GDP	1,898,000	1,925,000	1,933,000	2,057,000	2,150,600	2,236,300	2,283,262	2,335,777
사행산업 전체캡	9,778.5	10,037.4	10,115.4	10,240.2	10,948.1	11,405.1	11,644.6	11,912.5
GDP 대비	0.54%	0.54%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
강원랜드 매출캡	1,485.7	1,558.4	1,581.5	1,611.5	1,723.3	1,824.8	1,863.1	1,906.0
사행산업 대비 비중	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
강원랜드 매출	1,438.1	1,520.1	478.6	788.4	1,270.7	1,388.6	1,448.3	1,495.9
초과	-47.6	-38.3	-1,102.9	-823.1	-452.6	-436.3	-414.8	-410.1

자료: 강원랜드, 한국은행, 대신증권 Research Center

주: GDP 성장 2024년 2.1%, 2025년 2.3% 가정

표 6. 강원랜드_카지노 운영 현황

	2019	2020	2021	2022
영업일 수	365 일	VIP 216 일 Mass 143 일	318 일	365 일
영업시간	18 시간	126 일(18 시간), 90 일(20 시간) *7 월~(10pm~6am)	304 일(20 시간) + 14 일 (12 시간)	63 일(12 시간)+ 30 일(13 시간)+ 14 일(14 시간) + 258 일(20 시간)
동시체류인원제한(명)	6,000 명 (제한없음)	750~1200 명	1,200~3,000 명	3,000~6,000 명
일평균 방문객 수	7,932 명	1,144 명	2,655 명	5,708 명
GGR(십억원)	1,481.6	443.5	775	1,223.5
일평균 GGR	4.0	1.2	2.4	3.4
Mass	3.4	0.6	1.9	2.9
VIP	0.6	0.6	0.5	0.4
입장 방식	제한없음	ARS 추천제도	ARS 추천제도	제한없음(4.18~)
사이드베팅	허용	X	X	허용(5.16~)

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

주 1 GGR(Gross Gaming Revenue, 총카지노 지출액) = 총 드롭액(고객이 칩으로 바꾼 금액) - 총 환전액(고객이 칩을 다시 현금으로 바꾼 금액) - 콤프(마일리지)

주 2: 사이드베팅: 게임 테이블에 앉지 않고, 간접적으로 돈을 거는 형태

표 7. 강원랜드_테이블 및 슬롯머신 CAPA (단위: 대)

구분	테이블 게임								전자 테이블 게임					슬롯머신		
	블랙잭	바카라	룰렛	다이사이	빅휠	포커	카지노워	계	블랙잭	바카라	룰렛	다이사이	계	슬롯	비디오	합계
Mass	58	77	13	8	2	12	3	173	1	3	2	1	7	115	1,245	1,360
VIP	4	16						20								

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 8. 사행산업 주요 특별비용 및 매출총량제

구분	설명	산정방식
관광진흥개발기금	관광진흥을 위해 정부에서 설치, 운영하는 기금. 기금재원은 정부출연금, 카지노 및 국외여행자 납부금 등	- 매출 10 억원 이하: 1% - 매출 10 억~100 억원: 천만원 + 10 억원 초과 금액 5% - 매출 100 억원 이상: 4.6 억원 + 백억원 초과 금액 10%
개별소비세	특정한 물품 · 특정한 장소에의 입장행위, 특정한 장소에서 의 유흥음식행위 및 영업행위에 부과되는 소비세	- 매출 500 억원 이하: 과세하지 않음 - 매출 500 억~1,000 억원: 500 억원 초과금액의 2% - 매출 1,000 억원 이상: 10 억원 + 천억원 초과 금액 4%
폐광지역개발기금	폐광지역 관광진흥 및 지역개발사업을 추진하기 위한 기금	(기존) 강원랜드 카지노 법인세차감전 순이익의 25% (변경 후) 강원랜드 카지노 영업매출(GGR)의 13%
매출총량제	사회적 부작용 최소화 목적으로 매출액에 대한 상한 설정	사행산업 전체 총량설정: 당해연도 GDP 대비 0.51% 적용 1 차총량보정: 업종별 유흥률 30% 기준으로 보정 2 차총량보정: 건전화 평가 S(+7%), A(+4%), B(0%), C(-4%) 3 차총량보정: 전년도 총량 준수 여부 조정 4 차총량보정: 전체 순매출 비중 초과 시 업종별 조정

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업개요

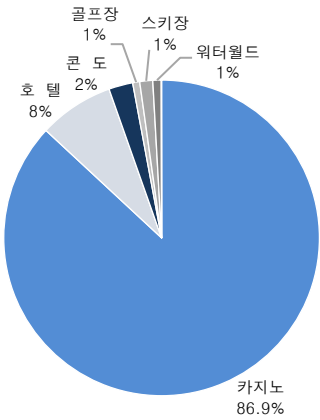
- 당사는 국내에서 유일하게 내국인 입장이 가능한 카지노를 주요 사업으로 영위. 호텔 및 콘도를 비롯한 스키, 골프, 워터파크 등에 이르는 사계절 가족형 복합 리조트(R)를 운영
- 카지노 부문은 통상적으로 연간 300만명 내외의 방문객을 기반하며 방문객 내 내국인 비율이 99%를 차지
- 사업부문은 크게 카지노와 비카지노로 구분되며, 지난 2023년 연결 매출 기준 카지노 86.9%, 호텔 8%, 콘도 2%, 골프장 1%, 스키장 1%, 워터월드 1% 순으로 구성

주가 변동요인

- 드롭액 및 홀드율에 따른 카지노 매출 변동
- 카지노 산업 관련 규제 변화
- 대외외적 매크로 환경 변화에 따른 영향

자료: 대신증권 Research Center

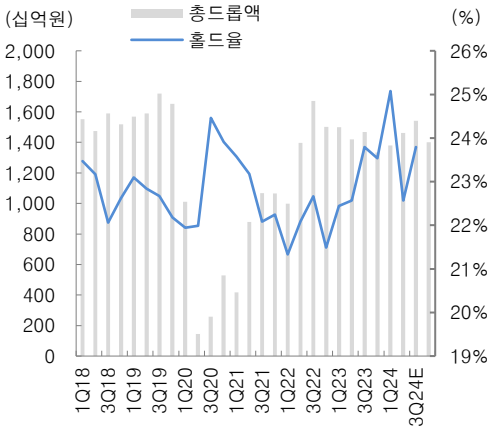
강원랜드_매출 항목별 비중



주: 2023년 연결 매출 기준
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

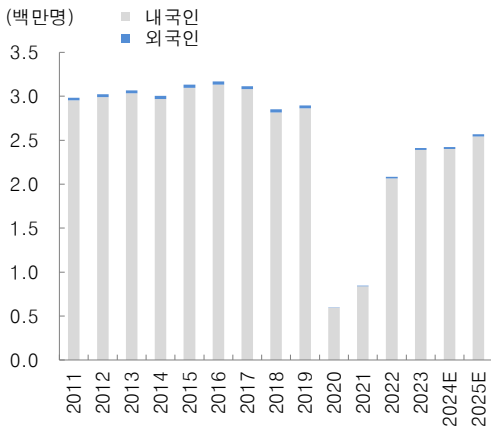
Earnings Driver

드롭액 및 홀드율 추이



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

방문객 수 추이



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,271	1,389	1,433	1,519	1,560
매출원가	922	979	1,005	1,062	1,086
매출총이익	349	409	427	457	474
판매비와관리비	131	127	123	135	139
영업이익	218	282	304	322	336
영업이익률	17.1	20.3	21.2	21.2	21.5
EBITDA	296	363	382	399	412
영업외손익	-50	175	32	36	41
관계기업손익	0	-7	-7	-7	-7
금융수익	28	216	55	61	67
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-60	-8	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-18	-26	-16	-18	-19
법인세비용차감전순손익	168	457	336	358	377
법인세비용	-52	-116	-85	-91	-96
계속사업순손익	116	341	250	267	281
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	341	250	267	281
당기순이익률	9.1	24.5	17.5	17.6	18.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	116	341	250	267	281
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	-1	0	0	0
포괄순이익	163	333	251	267	281
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	163	333	251	267	281

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	540	1,593	1,170	1,248	1,313
PER	42.9	10.0	13.2	12.4	11.8
BPS	15,964	17,191	17,480	17,970	18,487
PBR	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	1,382	1,696	1,785	1,866	1,927
EV/EBITDA	12.6	5.9	5.2	4.7	4.4
SPS	5,939	6,490	6,696	7,099	7,293
PSR	3.9	2.5	2.3	2.2	2.1
CFPS	1,423	1,675	1,214	1,316	1,400
DPS	350	930	800	840	900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	61.2	9.3	3.2	6.0	2.7
영업이익 증가율	흑전	29.7	7.7	6.0	4.3
순이익 증가율	흑전	194.8	-26.6	6.7	5.2
수익성					
ROIC	12.4	18.0	19.4	20.8	22.0
ROA	5.4	6.6	6.8	7.0	7.1
ROE	3.5	9.6	6.7	7.0	7.2
안정성					
부채비율	22.0	21.0	21.1	20.9	20.7
순차입금비율	-36.1	-35.1	-35.8	-36.9	-37.9
이자보상배율	119.1	36.9	0.0	0.0	0.0

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,329	1,391	1,448	1,533	1,617
현금및현금성자산	101	166	183	227	267
매출채권 및 기타채권	22	24	25	26	26
재고자산	4	6	6	6	6
기타유동자산	1,201	1,195	1,234	1,275	1,318
비유동자산	2,839	3,058	3,082	3,114	3,155
유형자산	1,258	1,234	1,227	1,219	1,213
관계기업투자금	55	48	48	48	48
기타비유동자산	1,526	1,776	1,808	1,847	1,894
자산총계	4,168	4,449	4,530	4,648	4,772
유동부채	688	701	717	727	738
매입채무 및 기타채무	581	621	621	621	621
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	1	1	1
기타유동부채	107	80	96	105	116
비유동부채	65	70	73	76	79
차입금	5	3	6	8	10
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	60	67	67	68	69
부채총계	752	771	790	803	817
자배지분	3,415	3,678	3,740	3,844	3,955
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,353	3,616	3,677	3,782	3,893
기타지분변동	-174	-174	-174	-174	-174
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,415	3,678	3,740	3,844	3,955
순차입금	-1,234	-1,293	-1,337	-1,418	-1,497

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	420	338	155	171	184
당기순이익	116	341	250	267	281
비현금항목의 가감	189	18	10	14	19
감가상각비	78	80	78	77	76
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	111	-63	-68	-63	-58
자산부채의 증감	119	-7	-19	-20	-19
기타현금흐름	-3	-14	-85	-91	-96
투자활동 현금흐름	-524	-203	-114	-117	-120
투자자산	-1,609	-867	-6	-7	-7
유형자산	-29	-70	-70	-70	-70
기타	1,114	734	-39	-41	-43
재무활동 현금흐름	-1	-70	-185	-160	-168
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	2	2	2	2
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-71	-189	-162	-170
기타	-1	-2	1	0	0
현금의 증감	-105	65	17	44	40
기초 현금	206	101	166	183	227
기말 현금	101	166	183	227	267
NOPLAT	150	210	227	240	250
FCF	198	220	234	246	256

[Compliance Notice]

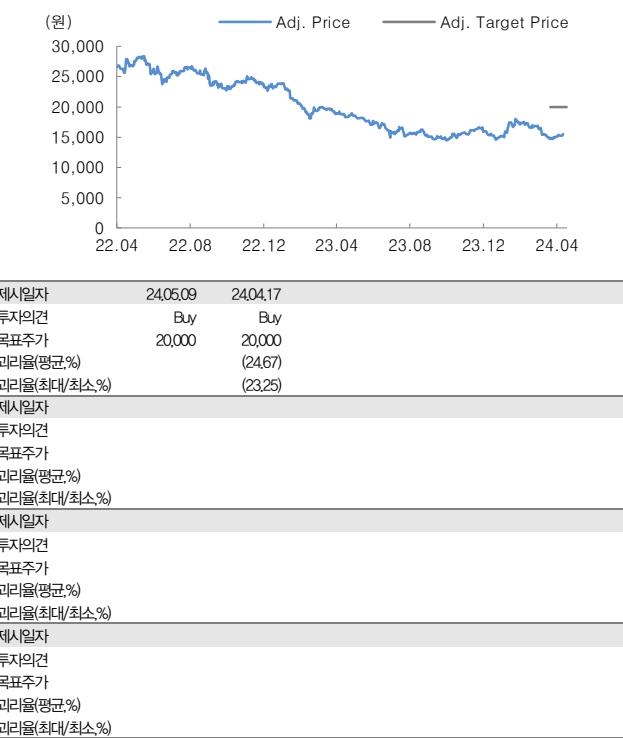
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:임수진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

강원랜드(035250) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240505)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상