



BUY (유지)

목표주가(12M) 22,000원
현재주가(2.07) 16,800원

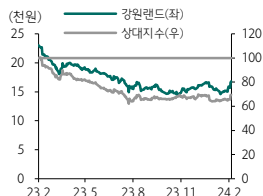
Key Data

| | |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,609.58 |
| 52주 최고/최저(원) | 22,700/14,480 |
| 시가총액(십억원) | 3,594.2 |
| 시가총액비중(%) | 0.17 |
| 발행주식수(천주) | 213,940.5 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 471.0 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 7.5 |
| 외국인지분율(%) | 14.27 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 한국광해광업공단 | 36.27 |
| 강원도개발공사 | 5.34 |

Consensus Data

| | 2023 | 2024 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 1,379.6 | 1,426.0 |
| 영업이익(십억원) | 277.5 | 288.9 |
| 순이익(십억원) | 292.0 | 262.2 |
| EPS(원) | 1,365 | 1,226 |
| BPS(원) | 17,897 | 18,429 |

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|----------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 788.4 | 1,270.7 | 1,388.6 | 1,414.1 |
| 영업이익 | (52.7) | 217.6 | 285.6 | 295.3 |
| 세전이익 | (14.2) | 167.9 | 461.3 | 376.3 |
| 순이익 | (10.6) | 115.6 | 345.1 | 278.5 |
| EPS | (49) | 540 | 1,613 | 1,302 |
| 증감율 | 적지 | 폭전 | 198.70 | (19.28) |
| PER | (490.82) | 42.96 | 9.92 | 12.90 |
| PBR | 1.50 | 1.38 | 0.89 | 0.90 |
| EV/EBITDA | 134.02 | 13.02 | 5.69 | 5.12 |
| ROE | (0.33) | 3.47 | 9.72 | 7.42 |
| BPS | 16,018 | 16,778 | 18,059 | 18,669 |
| DPS | 0 | 350 | 730 | 730 |



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

하나증권 리서치센터

2024년 02월 08일 | 기업분석_Earnings Review

강원랜드 (035250)

정부 정책 기대감을 선 반영 중

시가 배당률 5% 내외에서 한 번 더 바닥을 확인

고금리 상황이 지속되면서 배당주로서의 매력 하향으로 외국인 지분율이 지속 하락하고 있었는데, 최근 정부 주도의 밸류업 프로그램에 대한 기대감이 반영되면서 외국인 지분율이 재차 상승하고 있다. 시가 배당률 5%인 15,000원 내외에서 바닥을 한 번 더 확인했다는 점에서 긍정적이며, 향후 이사회에서 관련 모멘텀(배당 혹은 자사주 등)의 발현을 기대해 볼 필요가 있다. 컨센서스 기준 2024년 예상 PBR은 0.9배 수준이다.

4Q OP 421억원(+129%)

4분기 매출액/영업이익은 각각 3,253억원(-3% YoY)/421억원(+129%)으로 컨센서스(341억원)을 상회했다. 드랍액은 약 1.3조원(-11%)으로 상당히 부진했으며 2019년 대비로는 81% 회복에 불과하다. 방문객 수는 57만명(-1%)으로 인당 드랍액이 하향된 영향이 크다. 그럼에도 불구하고 홀드율이 23.5%(+2.0%p)으로 크게 개선되면서 매출액이 선방했다. 1월에도 비슷한 흐름이 나타나고 있는 것으로 추정된다. 또한, 비용 측면에서 인센티브가 약 150억원 감소한 영향이 있었다. 영업외적으로는 금융 자산 2.7조원을 운영 중인데 4분기 금융시장이 좋아 평가이익이 상승했는데, 2023년 연간 금융 수익은 2,159억원으로 상당히 좋았다. 이 외 무형자산 손상 차손(130억원) 등 약 200억원 수준의 영업외비용을 반영하였다.

밸류업 프로그램의 기대를 선 반영하는 중

강원랜드는 코로나 기간 동안 에 큰 폭의 적자를 감수하긴 했지만, 여전히 많은 현금을 보유하고 있으며 폐특법으로 태동한 동사의 특성상 다양한 이해관계자들로 인해 투자 역시 제한적이다. 2022년 배당성향은 이미 61%로 상당히 높은데, 금융자산 운용을 제외하면 적절한 현금 활용 방안이 없는 상황이다. 그러나, 최근 정부 주도로 저PBR 기업들의 밸류업 프로그램 도입을 앞두고 있고, 공기업인 동사에 관련 기대가 선 반영되고 있다. 자사주 5.2%를 보유하고 있어 이를 소각할 수 있는 여지도 있고, 배당 역시 추가로 확대될 가능성도 있다. 3월 2째주에 이사회가 예정되어 있어 관련 모멘텀을 기대할 필요가 있다.

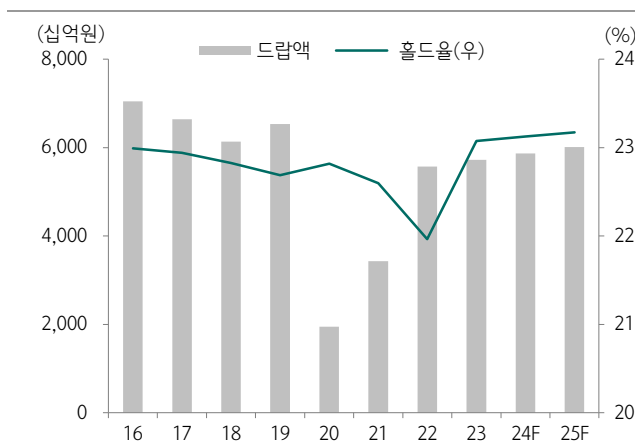
도표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 22 | 23P | 24F | 25F | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 드랩액 | 5,570 | 5,722 | 5,864 | 6,011 | 1,500 | 1,419 | 1,469 | 1,333 | 1,492 | 1,403 | 1,558 | 1,410 |
| 홀드올 | 22.0% | 23.1% | 23.1% | 23.2% | 22.4% | 22.6% | 23.8% | 23.5% | 22.9% | 22.9% | 22.9% | 23.8% |
| 매출액 | 1,271 | 1,389 | 1,414 | 1,450 | 358 | 331 | 374 | 325 | 364 | 328 | 377 | 345 |
| Casino | 1,110 | 1,206 | 1,227 | 1,261 | 306 | 294 | 320 | 286 | 309 | 291 | 323 | 304 |
| Non-Casino | 161 | 183 | 187 | 189 | 52 | 37 | 54 | 40 | 54 | 37 | 54 | 41 |
| 영업이익 | 218 | 286 | 295 | 302 | 70 | 82 | 92 | 42 | 67 | 77 | 90 | 62 |
| OPM | 17% | 21% | 21% | 21% | 19% | 25% | 25% | 13% | 18% | 23% | 24% | 18% |
| 당기순이익 | 116 | 345 | 278 | 289 | 102 | 91 | 74 | 78 | 63 | 77 | 84 | 54 |

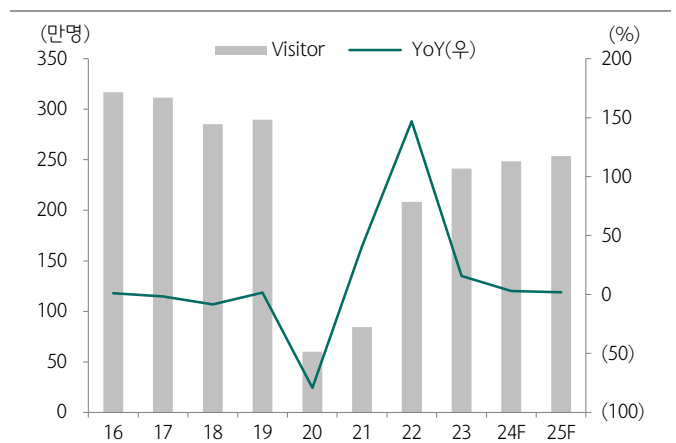
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 2. 강원랜드 카지노 드랩액 및 홀드올 추이



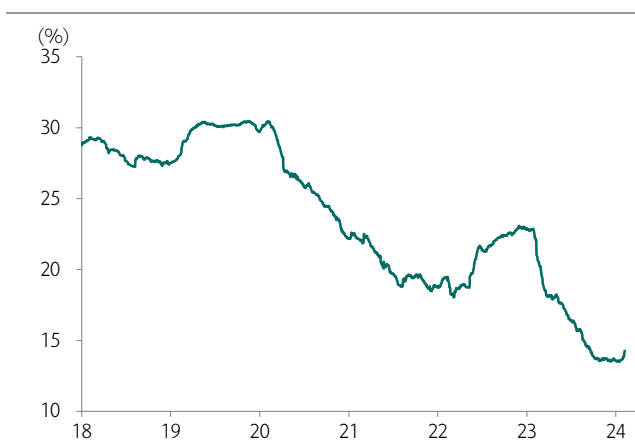
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 3. 강원랜드 방문객 수 추이



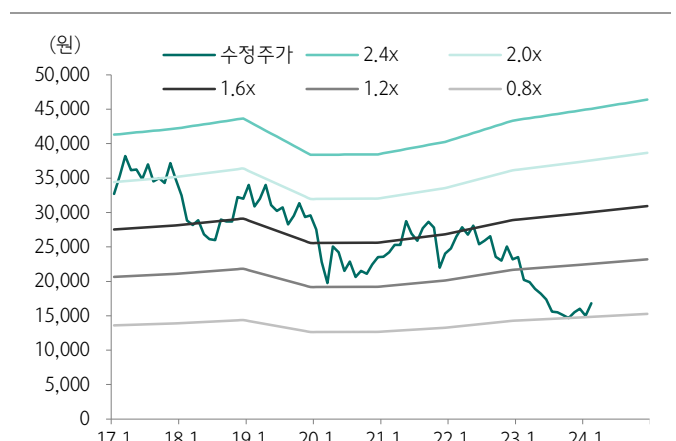
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 4. 강원랜드 외국인 지분을 추이



자료: 하나증권

도표 5. 강원랜드 12MF P/B 차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위:십억원) | | | | |
|--------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 788.4 | 1,270.7 | 1,388.6 | 1,414.1 | 1,450.1 |
| 매출원가 | 726.8 | 921.8 | 976.5 | 988.6 | 1,012.7 |
| 매출총이익 | 61.6 | 348.9 | 412.1 | 425.5 | 437.4 |
| 판매비 | 114.3 | 131.3 | 126.5 | 130.3 | 135.4 |
| 영업이익 | (52.7) | 217.6 | 285.6 | 295.3 | 302.0 |
| 금융손익 | 59.1 | (31.8) | 208.8 | 113.0 | 119.0 |
| 종속/관계기업손익 | 0.7 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 기타영업외손익 | (21.3) | (18.2) | (33.6) | (32.4) | (31.3) |
| 세전이익 | (14.2) | 167.9 | 461.3 | 376.3 | 390.2 |
| 법인세 | (3.6) | 52.2 | 116.1 | 97.8 | 101.5 |
| 계속사업이익 | (10.6) | 115.6 | 345.1 | 278.4 | 288.8 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (10.6) | 115.6 | 345.1 | 278.4 | 288.8 |
| 비배주주지분 순이익 | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 지배주주순이익 | (10.6) | 115.6 | 345.1 | 278.5 | 288.8 |
| 지배주주지분포괄이익 | 5.8 | 162.6 | 345.1 | 278.4 | 288.8 |
| NOPAT | (39.4) | 149.9 | 213.7 | 218.5 | 223.5 |
| EBITDA | 26.7 | 295.8 | 358.4 | 363.1 | 365.3 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 64.73 | 61.17 | 9.28 | 1.84 | 2.55 |
| NOPAT증가율 | 적지 | 흑전 | 42.56 | 2.25 | 2.29 |
| EBITDA증가율 | 흑전 | 1,007.87 | 21.16 | 1.31 | 0.61 |
| 영업이익증가율 | 적지 | 흑전 | 31.25 | 3.40 | 2.27 |
| (지배주주)순이익증가율 | 적지 | 흑전 | 198.53 | (19.30) | 3.70 |
| EPS증가율 | 적지 | 흑전 | 198.70 | (19.28) | 3.69 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 7.81 | 27.46 | 29.68 | 30.09 | 30.16 |
| EBITDA이익률 | 3.39 | 23.28 | 25.81 | 25.68 | 25.19 |
| 영업이익률 | (6.68) | 17.12 | 20.57 | 20.88 | 20.83 |
| 계속사업이익률 | (1.34) | 9.10 | 24.85 | 19.69 | 19.92 |

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (49) | 540 | 1,613 | 1,302 | 1,350 |
| BPS | 16,018 | 16,778 | 18,059 | 18,669 | 19,327 |
| CFPS | 166 | 1,423 | 2,496 | 2,076 | 2,119 |
| EBITDAPS | 125 | 1,382 | 1,675 | 1,697 | 1,707 |
| SPS | 3,685 | 5,939 | 6,490 | 6,610 | 6,778 |
| DPS | 0 | 350 | 730 | 730 | 730 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | (490.82) | 42.96 | 9.92 | 12.90 | 12.44 |
| PBR | 1.50 | 1.38 | 0.89 | 0.90 | 0.87 |
| PCFR | 144.88 | 16.30 | 6.41 | 8.09 | 7.93 |
| EV/EBITDA | 134.02 | 13.02 | 5.69 | 5.12 | 4.58 |
| PSR | 6.53 | 3.91 | 2.47 | 2.54 | 2.48 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | (0.33) | 3.47 | 9.72 | 7.42 | 7.42 |
| ROA | (0.28) | 2.89 | 8.03 | 6.19 | 6.21 |
| ROIC | (4.09) | 18.67 | 29.21 | 31.44 | 34.59 |
| 부채비율 | 17.66 | 22.03 | 19.98 | 19.60 | 19.31 |
| 순부채비율 | (48.24) | (32.55) | (38.02) | (41.37) | (44.62) |
| 이자보상배율(배) | (30.79) | 119.06 | 40.73 | 42.12 | 43.08 |

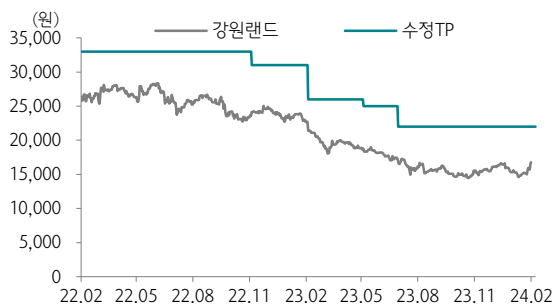
자료: 하나증권

| 대차대조표 | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 1,657.0 | 1,206.4 | 1,500.5 | 1,678.7 | 1,866.8 |
| 금융자산 | 1,637.2 | 1,177.2 | 1,468.5 | 1,646.2 | 1,833.4 |
| 현금성자산 | 206.4 | 101.1 | 225.7 | 261.3 | 325.1 |
| 매출채권 | 3.4 | 4.6 | 5.0 | 5.1 | 5.3 |
| 재고자산 | 3.4 | 4.0 | 4.4 | 4.5 | 4.6 |
| 기타유동자산 | 13.0 | 20.6 | 22.6 | 22.9 | 23.5 |
| 비유동자산 | 2,170.2 | 2,961.4 | 2,926.1 | 2,889.9 | 2,859.0 |
| 투자자산 | 566.4 | 1,355.9 | 1,363.4 | 1,365.1 | 1,367.4 |
| 금융자산 | 512.0 | 1,301.4 | 1,303.9 | 1,304.4 | 1,305.2 |
| 유형자산 | 1,304.0 | 1,258.0 | 1,215.8 | 1,178.4 | 1,145.6 |
| 무형자산 | 3.1 | 2.8 | 2.1 | 1.6 | 1.2 |
| 기타비유동자산 | 296.7 | 344.7 | 344.8 | 344.8 | 344.8 |
| 자산총계 | 3,827.3 | 4,167.8 | 4,426.6 | 4,568.6 | 4,725.7 |
| 유동부채 | 506.8 | 687.7 | 672.1 | 683.7 | 700.0 |
| 금융부채 | 2.2 | 2.7 | 2.9 | 3.0 | 3.0 |
| 매입채무 | 2.7 | 3.3 | 3.6 | 3.7 | 3.7 |
| 기타유동부채 | 501.9 | 681.7 | 665.6 | 677.0 | 693.3 |
| 비유동부채 | 67.7 | 64.7 | 64.9 | 64.9 | 65.0 |
| 금융부채 | 65.7 | 63.0 | 63.0 | 63.0 | 63.0 |
| 기타비유동부채 | 2.0 | 1.7 | 1.9 | 1.9 | 2.0 |
| 부채총계 | 574.5 | 752.4 | 737.0 | 748.6 | 765.0 |
| 지배주주지분 | 3,252.8 | 3,415.4 | 3,689.6 | 3,820.0 | 3,960.7 |
| 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 | 3,190.6 | 3,353.2 | 3,627.3 | 3,757.8 | 3,898.6 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (0.0) | (0.0) |
| 자본총계 | 3,252.8 | 3,415.4 | 3,689.6 | 3,820.0 | 3,960.7 |
| 순금융부채 | (1,569.3) | (1,111.6) | (1,402.7) | (1,580.3) | (1,767.4) |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 210.9 | 420.2 | 399.7 | 357.3 | 367.5 |
| 당기순이익 | (10.6) | 115.6 | 345.1 | 278.4 | 288.8 |
| 조정 | 64.4 | 185.8 | 72.8 | 67.9 | 63.2 |
| 감가상각비 | 79.4 | 78.2 | 72.8 | 67.8 | 63.2 |
| 외환거래손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (0.7) | (0.2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (14.3) | 107.8 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | 157.1 | 118.8 | (18.2) | 11.0 | 15.5 |
| 투자활동 현금흐름 | (73.9) | (524.2) | (204.2) | (173.7) | (155.8) |
| 투자자산감소(증가) | (48.4) | (789.5) | (7.6) | (1.6) | (2.3) |
| 자본증가(감소) | (42.9) | (29.1) | (30.0) | (30.0) | (30.0) |
| 기타 | 17.4 | 294.4 | (166.6) | (142.1) | (123.5) |
| 재무활동 현금흐름 | 3.3 | (1.3) | (70.7) | (147.9) | (147.9) |
| 금융부채증가(감소) | 3.7 | (2.3) | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (0.4) | 1.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | (71.0) | (148.0) | (148.0) |
| 현금의 증감 | 140.3 | (105.3) | 124.6 | 35.6 | 63.8 |
| Unlevered CFO | 35.4 | 304.5 | 534.1 | 444.1 | 453.4 |
| Free Cash Flow | 167.9 | 390.7 | 369.7 | 327.3 | 337.5 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|-------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 23.7.6 | BUY | 22,000 | | |
| 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 2월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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 | 93.52% | 6.02% | 0.46% | 100% |

* 기준일: 2024년 02월 05일