

강원랜드 (035250)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

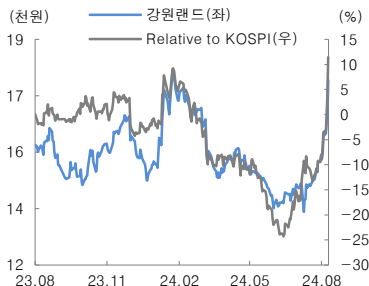
6개월
목표주가21,000
상향현재주가
(24.09.05)

17,730

레저업종

KOSPI	2575.5
시가총액	3,793십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	107십억원
52주 최고/최저	18,020원 / 13,650원
120일 평균거래대금	122억원
외국인지분율	12.31%
주요주주	한국관광공사 36.27% 강원도개발공사 5.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.9	19.4	3.2	13.3
상대수익률	23.1	24.7	6.2	13.6



드디어 규제완화!

- 기기 추가 허용 및 영업장 확대, 분명한 호재이나 2028년부터 시작
- 외국인전용존, 영주권자로 이용 대상 확대 및 베팅 한도 상향 효과는 제한적
- K-HIT의 단기 목표는 달성, 장기 목표까지는 추가 규제완화 필요

투자의견 매수 유지 및 목표주가 21,000원으로 +5% 상향

목표주가는 2025E EPS 1,540원에 Target PER 13.8배(17~19년 평균 저점 PER 17.2배에 방문객 수 회복률 80%를 감안)를 적용하여 산정. 금번 규제완화로 인한 실적 상향 조정은 없으나 2분기 부가세 조세 불복 행정소송 승소에 따른 연간 100억원 비용 절감 효과 반영하며 목표주가 상향

그토록 기다리던 규제완화, 드디어 실현!

지난 4월 동사는 2.5조원 규모의 미래 사업 계획 'K-HIT'를 발표했는데, 그의 선행조건인 규제완화가 마침내 이뤄진 것. 규제완화 내용은 크게 3가지로 1) 테이블 50대(+25%), 슬롯머신 250대(+18%) 추가 허용, 2) 외국인 전용존 이용 대상 영주권자로 확대 및 베팅 한도 기존 30만원→3억원으로 확대, 3) 카지노 일반영업장 면적 기존 4,390평에서 6,129평으로 +40% 확장할 계획

기기 추가 허용 및 영업장 확대, 분명한 호재이나 2028년부터 시작

산술적 계산 시 테이블 매출 약 1,600억원, 머신 매출 약 900억원으로 합산 매출 약 2,500억원 규제완화로 확대될 전망. 비카지노 부문 확대에 인한 트래픽 증가까지 고려 시 현 예상치를 상회하는 매출 증가도 기대할 수 있음

다만, 마지막으로 기기 확대가 허용된 2013년과 달리 금번 추가 허용된 테이블 및 머신은 영업장 확장이 마무리될 2028년부터 운영될 예정. 이에 따라 규제완화로 인한 실질적 효과는 2028년부터 보일 전망

외국인 전용존 규제완화 효과는 제한적

외국인 전용존 규제완화의 경우 관련 법령 개정이 필요해 내년 초 시행될 전망. 동사의 외국인 입장객의 경우 전체 입장객의 1% 수준이며, 영주권자의 경우 경쟁사에 이미 입장 가능한 상태로 금번 규제완화로 느끼는 메리트는 크지 않을 것으로 예상. 따라서, 외국인 전용존 규제완화에 따른 실질적 매출 확대 효과는 제한적일 전망

'K-HIT'의 단기 목표는 달성, 장기 목표까지는 추가 규제완화 필요

현 규제완화는 'K-HIT'의 단기 목표(카지노 제2영업장 운영)에 해당하는 내용으로 향후 카지노 및 호텔 신축까지 추가적인 규제완화가 필요한 상황. 현재 기존 방문 일수제(월 15일)에서 시간 총량제로 개선하는 안을 논의 중으로 확인되는데, 10월부터 시범운영 예정인 '스마트 입장시스템'의 결과를 확인 후 추가 논의할 계획. 기대보다 규제완화의 효과를 보는 시점이 늦어 아쉬울 수 있으나 10년 만의 기기 확대 등 규제완화와 문제부의 'K-HIT'의 필요성을 지지했다는 점에서 의의가 있다 판단하며 투자의견 매수 유지

표 1. 카지노 영업 조건 변경사항

구분		기존	향후	증가분	적용 시기
카지노 면적 확장(일반업장)		4,390 평	6,129 평	1,739 평	
게임기구수 증설	테이블	200 대	250 대	50 대(일반업장)	2028 년(4 년 소요 예상)
	머신	1,360 대	1,610 대	250 대(일반업장)	
외국인 전용구역	베팅한도	최대 30 만원	최대 3 억원	－	미정
	이용대상	외국인(시민권자)	외국인(시민권자),영주권자	－	미정

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 2. 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 3. 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 장소에서의 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 유병률 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

표 4. 'K-HIT 1.0 프로젝트' 주요내용

대분류	소분류	주요내용 및 기대효과	소요 예산(십억원)
비카지노	웰니스 센터	- 의료관광 웰니스 센터 조성 - 4 계절 복합문화공간 조성 등	80
	명품숲길조성	- 운탄고도, 하늘길 활성화 - 탄광문화유산과 연계한 관광상품 개발	100
	시그니처 풀빌라	- VIP 고객 유치 목적 고급빌라 신축	30
	스카이브릿지 조성	- 하이원리조트-카지노 간 이용편의 증대 및 랜드마크 조성 - 고객이 가장 많이 머무는 콘도/스키와 카지노호텔 브릿지로 연결하여 이동 불편 해소 목적	100
	호텔 신축	- 객실 수 확장 및 경쟁력 강화	270
카지노	카지노 신축	- 15,660 평(기존 3 배 수준)규모의 카지노 2032 년까지 신축	1,800
	카지노 임시영업장 운영	- 카지노 신축 전까지 운영할 임시영업장(1,200 평)	80
	Mass 층 확장 및 VIP 층 리모델링	- 기존 계획안대로 2027 년까지 시행 예정	58
	게임기구 수 확대	- 테이블 및 슬롯 머신 수 확대	-
	시간총량제 개선	- 기존 연간 1 년에 100 회 방문에서 방문가능횟수 확대	-
	외국인 관광객 적극 유치	- 외국인 전용 게임존 활성화 - 베타한도: Mass 500 만원, VIP 5 억원 등 한도 상향 조정 - VIP 를 위한 획기적 교통편 제공(ex: 헬기)	-
총 투자비용			약 2,500

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 강원랜드_스카이브릿지 예상도

그림 3. 강원랜드_비카지노 부문 확장

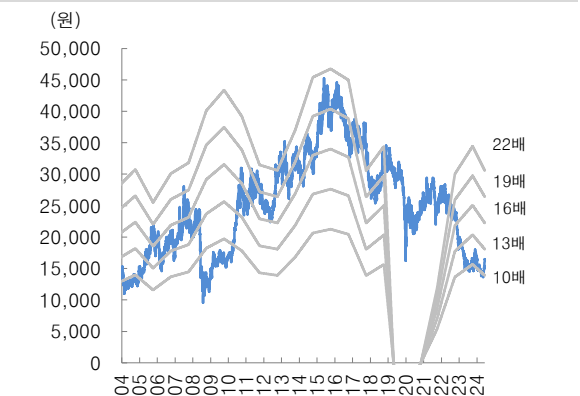


자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center



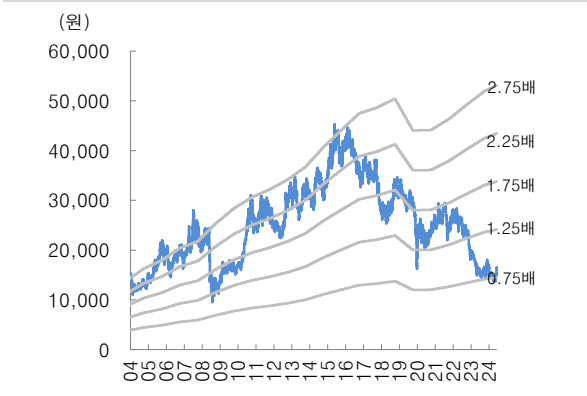
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 4. 강원랜드_PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 5. 강원랜드_PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 5. 강원랜드_실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024 E	2025E
매출액	358.1	331.1	374.0	325.3	368.4	338.0	353.1	349.8	1,388.6	1,409.2	1,495.6
카지노	306.0	294.3	320.1	285.6	316.2	305.4	303.1	300.9	1,206.0	1,225.6	1,289.4
비카지노	52.1	36.8	53.9	39.8	52.1	32.5	50.0	48.9	182.5	183.6	206.2
호텔	27.4	24.4	30.0	24.7	25.9	22.0	29.5	26.8	106.5	104.2	110.8
콘도	11.1	5.1	10.4	7.6	12.1	4.4	9.8	9.3	34.2	35.6	39.7
스키	11.9	1.0	1.0	4.5	12.8	0.9	1.4	10.5	18.4	25.6	35.9
골프	0.3	3.6	4.5	1.6	0.1	3.1	3.9	1.5	10.0	8.7	9.5
워터월드	1.2	2.0	7.5	1.2	1.2	1.8	4.8	0.8	12.0	8.6	9.2
머신제조	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자회사	0.2	0.3	0.5	0.1	0.2	0.2	0.5	0.1	1.0	1.0	1.0
매출원가	258.3	223.5	249.8	244.9	261.5	234.3	242.9	259.1	976.5	997.9	1,055.0
카지노	167.7	150.2	166.5	167.3	171.6	161.0	165.6	164.4	651.7	662.7	697.6
호텔	45.8	38.5	43.0	44.4	46.1	36.7	40.5	49.1	171.8	172.3	183.7
콘도	18.8	13.0	14.3	17.5	18.6	14.0	17.6	20.9	63.6	71.1	81.2
스키	12.5	7.3	9.3	9.0	12.3	8.6	12.5	18.8	38.1	52.2	65.9
골프	0.7	1.0	1.1	0.9	0.6	0.8	0.8	0.7	3.6	2.9	3.0
워터월드	5.5	5.9	7.4	5.0	4.7	5.4	4.7	3.8	24.0	18.5	18.0
머신제조	0.8	0.7	0.6	1.1	0.8	0.8	0.6	1.3	3.2	3.5	3.9
자회사	5.8	6.1	6.5	-1.2	6.4	6.4	0.7	0.2	17.2	13.6	1.6
매출총이익	99.8	107.6	124.2	80.5	106.8	103.7	110.2	90.7	412.0	411.4	440.6
일반관리비	30.1	25.6	32.4	38.4	31.0	29.7	31.8	33.6	126.5	126.1	135.7
영업이익	69.7	82.0	91.8	42.1	75.9	73.9	78.4	57.1	285.6	285.2	304.9
영업이익률	19%	25%	25%	13%	21%	22%	22%	16%	21%	20%	20%
당기순이익	101.5	91.5	74.1	78.0	92.9	161.0	77.4	47.3	345.1	378.6	263.4

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 6. 강원랜드_주요 가정 (단위: 천명, %, 십억원, 백만원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	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%

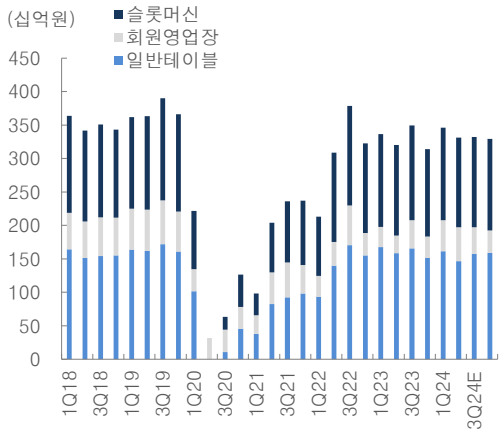
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 7. 강원랜드_카지노 Capacity History (단위: 시간, 대)

	2000.10~	2003.03~	2004.11~	2013.6~	2018.01~	2020.07~	2028
운영시간	21 시간	20 시간	20 시간	20 시간	18 시간	20 시간	20 시간
테이블 수	30	100	132	200	180	200	250
머신 수	480	960	960	1360	1360	1360	1610

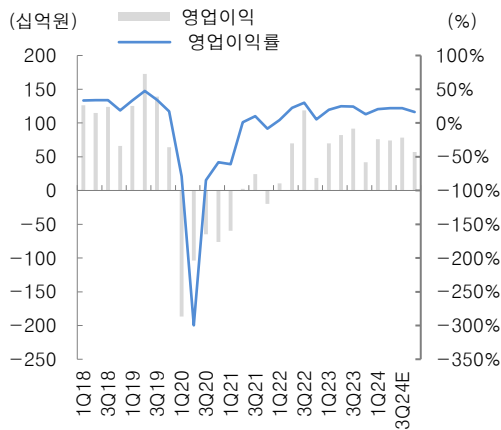
자료: 강원랜드, 대신증권 Research

그림 6. 강원랜드_매출액 추이 및 전망



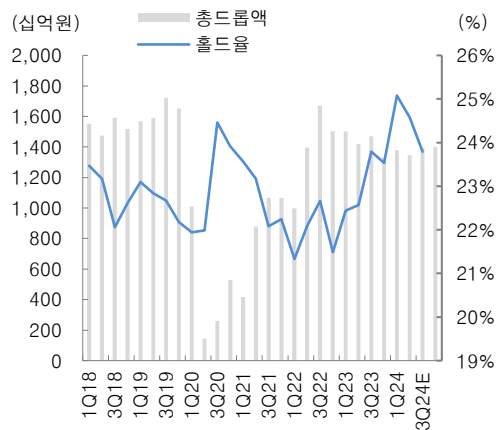
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 7. 강원랜드_영업이익 및 OPM



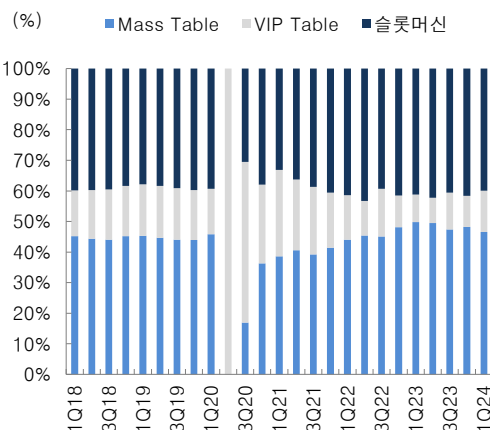
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 8. 강원랜드_총 드랍액 및 홀드율 추이



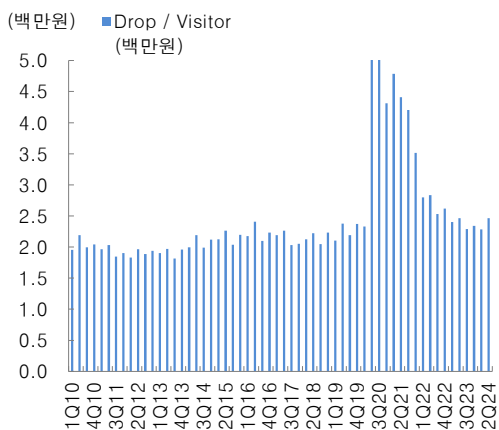
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 9. 강원랜드_Mass/VIP/슬롯 매출비중 추이



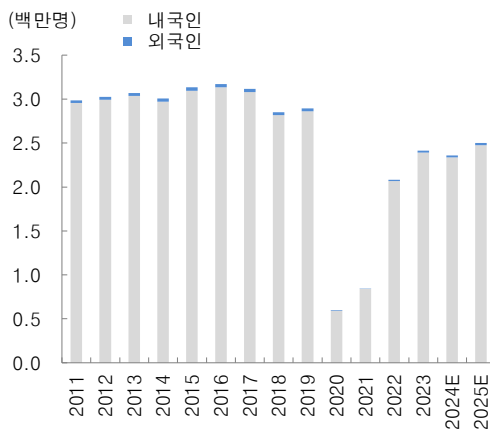
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 10. 강원랜드_인당 평균 드랍액 추이



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 11. 강원랜드_고객별 입장객 추이 및 전망



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

기업개요

기업개요

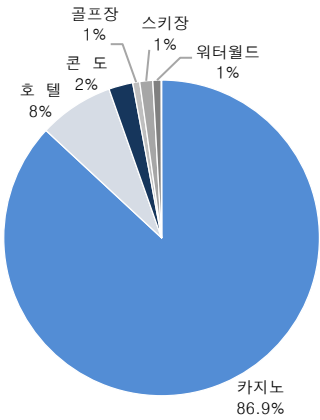
- 당사는 국내에서 유일하게 내국인 입장이 가능한 카지노를 주요 사업으로 영위. 호텔 및 콘도를 비롯한 스키, 골프, 워터파크 등에 이르는 사계절 가족형 복합 리조트(R)를 운영
- 카지노 부문은 통상적으로 연간 300만명 내외의 방문객을 기반하며 방문객 내 내국인 비율이 99%를 차지
- 사업부문은 크게 카지노와 비카지노로 구분되며, 지난 2023년 연결 매출 기준 카지노 86.9%, 호텔 8%, 콘도 2%, 골프장 1%, 스키장 1%, 워터월드 1% 순으로 구성

주가 변동요인

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

자료: 대신증권 Research Center

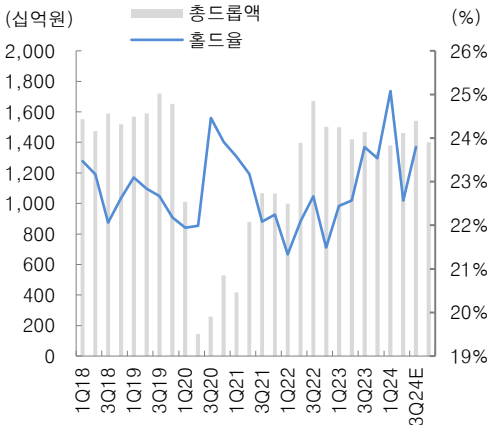
강원랜드_매출 항목별 비중



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

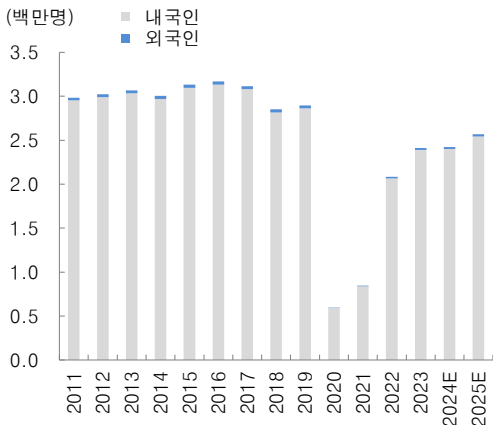
Earnings Driver

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	1,409	1,496	1,536
매출원가	922	979	998	1,055	1,079
매출총이익	349	409	411	441	458
판매비와관리비	131	127	126	136	139
영업이익	218	282	285	305	318
영업이익률	17.1	20.3	20.2	20.4	20.7
EBITDA	296	363	363	382	396
영업외손익	-50	175	202	137	151
관계기업손익	0	-7	-7	-7	-7
금융수익	28	216	162	174	186
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-60	-8	-5	-4	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-18	-26	51	-26	-26
법인세비용차감전순손익	168	457	487	442	469
법인세비용	-52	-116	-124	-112	-119
계속사업순손익	116	341	363	330	350
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	341	363	330	350
당기순이익률	9.1	24.5	25.8	22.0	22.8
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	116	341	363	330	350
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	-1	0	0	0
포괄순이익	163	333	364	329	350
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	163	333	364	329	350

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	540	1,593	1,696	1,540	1,635
PER	42.9	10.0	9.7	10.7	10.1
BPS	15,964	17,191	18,006	18,646	19,333
PBR	1.5	0.9	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	1,382	1,696	1,697	1,785	1,846
EV/EBITDA	12.6	5.9	6.5	5.8	5.4
SPS	5,939	6,490	6,587	6,991	7,181
PSR	3.9	2.5	2.7	2.5	2.5
CFPS	1,423	1,675	1,785	1,571	1,698
DPS	350	930	950	1,000	1,050

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	61.2	9.3	1.5	6.1	2.7
영업이익 증가율	흑전	29.7	1.0	6.9	4.5
순이익 증가율	흑전	194.8	6.5	-9.2	6.1
수익성					
ROIC	12.4	18.0	18.2	19.7	20.8
ROA	5.4	6.6	6.3	6.5	6.5
ROE	3.5	9.6	9.6	8.4	8.6
안정성					
부채비율	22.0	21.0	20.5	20.1	19.8
순차입금비율	-36.1	-35.1	-37.6	-39.2	-40.6
이자보상배율	119.1	36.9	61.5	84.1	168.8

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,329	1,391	1,560	1,678	1,798
현금및현금성자산	101	166	296	372	448
매출채권 및 기타채권	22	24	25	25	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	4,642	4,792	4,953
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	3,852	3,989	4,136
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,353	3,616	3,790	3,927	4,074
기타지분변동	-174	-174	-174	-174	-174
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,415	3,678	3,852	3,989	4,136
순차입금	-1,234	-1,293	-1,450	-1,563	-1,679

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	420	338	268	233	253
당기순이익	116	341	363	330	350
비현금항목의 가감	189	18	19	7	14
감가상각비	78	80	78	77	76
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	111	-63	-59	-70	-63
자산부채의 증감	119	-7	-19	-20	-19
기타현금흐름	-3	-14	-95	-83	-91
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	-190	-200
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	-193	-203
기타	-1	-2	1	0	0
현금의 증감	-105	65	130	76	76
기초 현금	206	101	166	296	372
기말 현금	101	166	296	372	448
NOPLAT	150	210	213	227	237
FCF	198	220	220	234	243

[Compliance Notice]

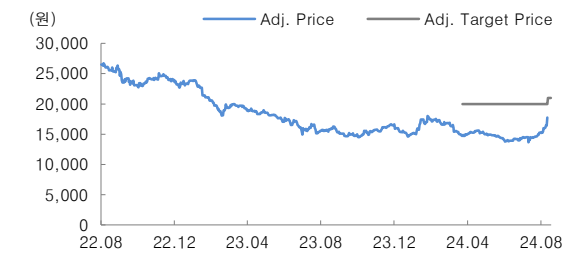
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



제시일자	24.09.06	24.05.09	24.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	21,000	20,000	20,000
과리율(평균%)		(26.23)	(24.38)
과리율(최대/최소%)		(11.35)	(22.55)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

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