



# 강원랜드 (035250)

## 3Q24 Review: 지속되는 좋은 흐름

▶Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 22,000원

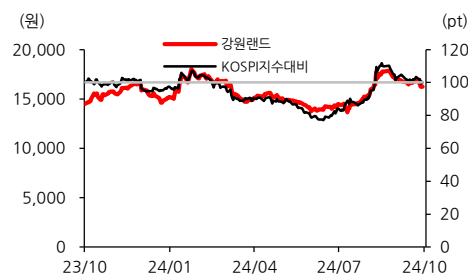
현재 주가(10/28)	16,800 원
상승여력	▲31.0%
시가총액	35,942 억원
발행주식수	213,941 천주
52 주 최고가 / 최저가	18,020 / 13,650 원
90 일 일평균 거래대금	207.55 억원
외국인 지분율	12.8%
주주 구성	
한국광해광업공단 (외 1 인)	36.3%
자사주 (외 1 인)	5.4%
강원도개발공사 (외 1 인)	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.8	15.9	11.3	16.0
상대수익률(KOSPI)	-0.3	20.2	12.9	2.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,271	1,389	1,416	1,465
영업이익	218	282	292	306
EBITDA	296	363	372	387
지배주주순이익	116	341	430	280
EPS	540	1,593	2,122	1,381
순차입금	-962	-884	-949	-1,031
PER	42.9	10.0	7.9	12.2
PBR	1.5	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	13.5	7.0	7.1	6.6
배당수익률	1.5	5.8	6.5	5.4
ROE	3.5	9.6	11.3	7.1

### 주가 추이



지난 3 분기에는 카지노/비카지노 부문 모두 선방한 실적을 기록했습니다. 특히 카지노의 경우 매스 고객 지표 회복과 지속되는 VIP 고객 지표 호조가 돋보였습니다. 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지합니다.

### 3Q24 Review: 실적 호조, 그리고 지표 호조

동사는 지난 3분기 별도 기준 매출액과 영업이익 각각 3,755억원, 930억원을 기록했다. 연결과 별도의 차이가 크지 않음을 고려하면, 연결 기준으로도 당사 추정치와 시장 컨센서스를 모두 상회했을 것으로 추정된다. 올해 상반기 지속되던 매스 지표의 전년비 부진이 3분기 들어 개선됐다. 지난 분기 일반 입장 방문객 수는 약 64만명으로 전년 대비 +0.7% 증가했다. 상반기에는 1, 2분기 내내 전년비 -4%, -6%의 감소세를 기록한 바 있다. 매스 드롭액도 1분기와 2분기 각각 YoY -11%, -9% 다소 큰 폭의 감소세를 기록했으나 3분기에는 YoY -1.8% 하락에 그쳤다. 4분기 추이를 지켜볼 필요는 있겠으나 어느 정도 바닥은 다진 것으로 보인다. 한편 VIP 방문 지표는 좋은 흐름이 이어졌다. 3분기 회원 입장 방문객 수는 약 6천2백명 수준으로 전년비 +35% 증가했으며, 드롭액도 전년비 약 +29% 증가했다. 지난 2분기부터 시행한 임시 회원제도가 VIP 방문 지표 성장을 견인한 것으로 파악된다. 비카지노 부문 매출액도 전년비 약 3% 증가했다. 부문 골고루 개선됐으며 슬롯머신 판매 관련 매출도 약 8억원 발생했다.

### 불어오는 새 바람은 덤

연말까지 추가적인 정부의 규제 완화가 발표될 수 있을지 아직까지는 불확실성이 크다. 다만, 약 십여년만의 첫 대규모 증설이니만큼 단기는 아니더라도 순차적인 규제 완화를 기대해도 좋을 것 같다. 동사는 '13년 증설 이후 '16년까지 드롭액의 가파른 성장을 보여줬으며, 무엇보다 멀티플과 이익추정치가 동반 상승되는 그림을 보여준 바 있다. 한편, 기업 가치 제고 계획에 따라 배당성향 최소 50% 이상 정책을 올해부터 시행, 올해 예상 배당 수익률은 6%를 훌쩍 넘을 것으로 추정된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 22,000원 유지

'10년대 증설 사례를 비추어 볼 때 장기적으로 최대 19배(Target 멀티플 16배)까지 멀티플을 줄 수 있다. 꾸준한 비중 확대를 추천한다.

[표1] 강원랜드 3Q24P 실적

(단위: 십억원, %, %pt)

	3Q23	2Q24	3Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	373	338	376	366	366	0.6%	11.2%	2.5%	2.5%
영업이익	92	73	93	81	83	1.3%	26.7%	14.3%	12.0%
영업이익률	24.6%	21.7%	24.8%	22.2%	22.7%	0.2%pt	3.0%pt	2.5%pt	2.1%pt
지배순이익	74	160	92	74	74	24.4%	-42.6%	24.9%	24.3%
순이익률	19.8%	47.4%	24.5%	20.1%	20.2%	4.7%pt	-22.9%pt	4.4%pt	4.3%pt

주: 발표 실적은 별도 기준 실적이나, 연결 실적과 큰 차이 없는 것으로 추정

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

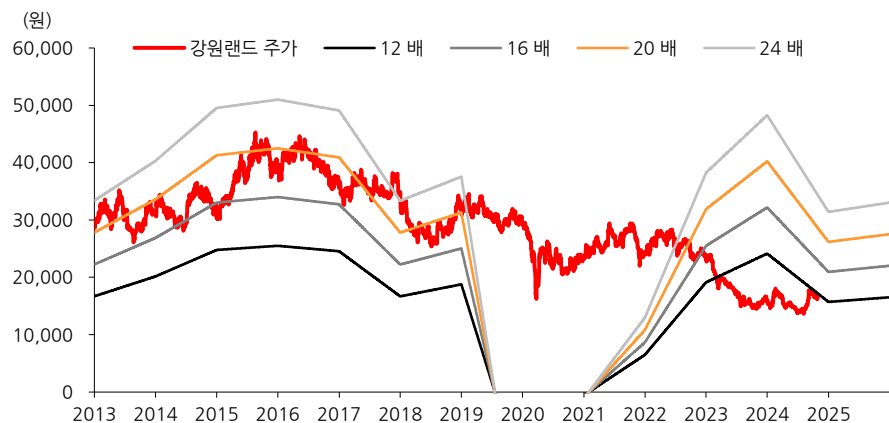
[표2] 강원랜드 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2024E	2025E	비고
지배주주순이익	430	280	
보통주 발행주식수	213,941	213,941	
-자기주식수	11,202	11,202	
EPS	2,122	1,381	
12mth Fwd EPS		1,505	
Target P/E		16	'12~'15 평균 배수
적정주가		23,323	
최종 목표주가		22,000	
현재주가		16,800	10/28 일 기준
상승여력		31.0%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 강원랜드 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

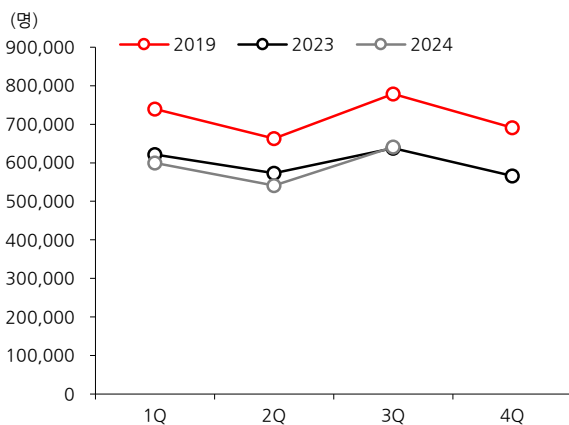
[표3] 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E
<b>주요 가정</b>											
입장객	2,413,082	2,389,385	2,534,959	624,557	576,206	642,362	569,957	604,603	546,187	646,892	591,703
드롭액	5,722	5,624	6,120	1,500	1,419	1,469	1,333	1,380	1,347	1,499	1,398
객당 드롭	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.4
홀드율	23.1%	24.0%	23.0%	22.4%	22.6%	23.8%	23.5%	25.1%	24.6%	23.6%	23.0%
<b>실적 추정</b>											
매출액	1,389	1,416	1,465	358	331	374	325	368	338	376	334
카지노	1,206	1,235	1,281	306	294	320	286	316	305	320	293
GGR	1,320	1,352	1,408	337	320	349	314	346	331	354	322
쿠폰	114	118	127	31	26	29	28	30	26	33	29
비카지노	183	181	184	52	37	54	40	52	33	55	41
매출원가	979	999	1,023	258	224	250	248	262	234	250	253
카지노	649	674	693	168	150	167	165	172	161	174	167
인건비	172	179	183	47	34	43	48	48	40	43	48
세금 등	368	377	397	91	90	99	89	93	93	100	91
기타	109	118	113	30	26	25	28	30	27	32	28
비카지노	330	325	330	91	73	83	83	90	73	76	86
매출총이익	409	417	441	100	108	124	78	107	104	125	81
판관비	127	124	135	30	26	32	39	31	30	32	32
영업이익	282	292	306	70	82	92	39	76	74	93	49
OPM	20.3%	20.6%	20.9%	19.5%	24.8%	24.5%	11.9%	20.6%	21.9%	24.8%	14.8%
지배순이익	341	430	280	102	91	74	74	93	161	92	84

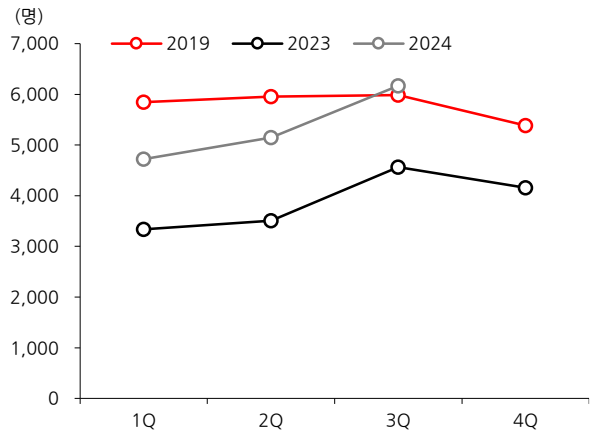
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 강원랜드 Mass 방문객 수 추이



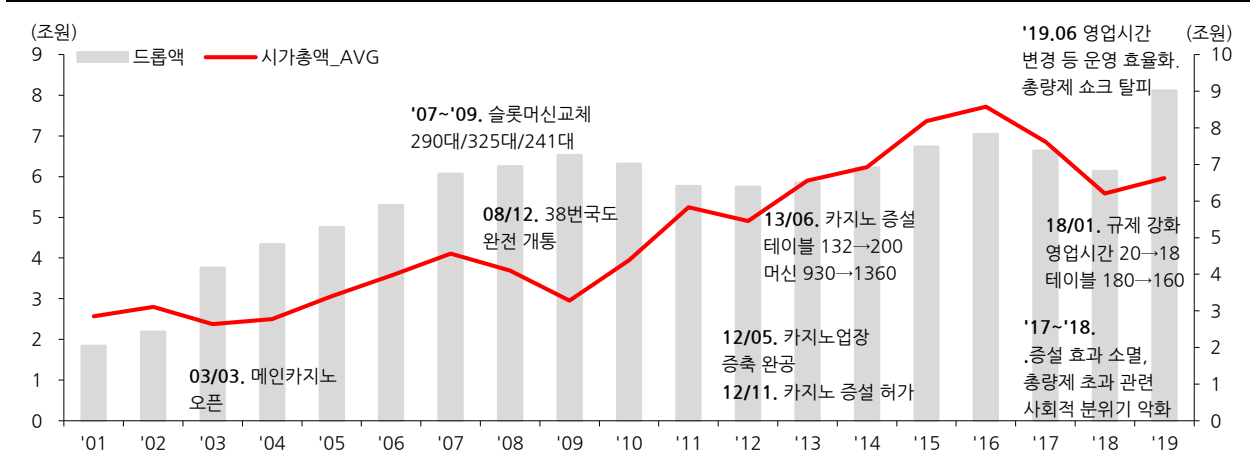
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 강원랜드 VIP 방문객 수 추이



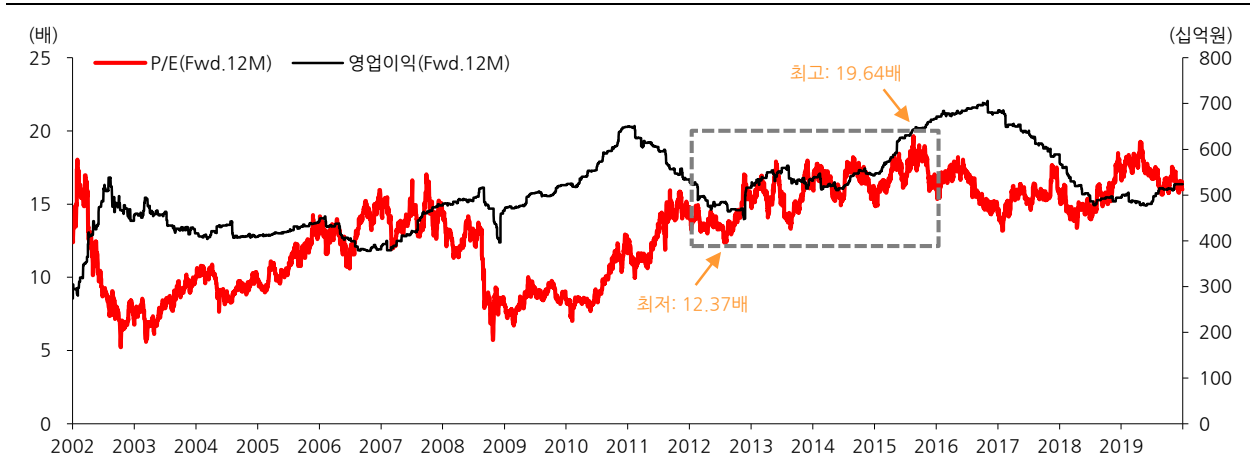
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 강원랜드 연간 드롭액과 시가총액 추이



자료: 강원랜드, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 강원랜드의 ~2019년까지 12mth Fwd P/E 와 12mth Fwd 영업이익 컨센서스 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[표4] K-HIT 프로젝트 1.0

타임라인	상세	투자액
장기 ~32년	카지노 신축 및 복합문화공간 조성(하이원스퀘어 복합리조트)	1조 8000억원
장기 ~32년	하이엔드급 호텔 신축	2700억원
중기 ~30년	스카이브릿지	1000억원
중기 ~30년	명품술길조성	1000억원
단기 ~27년	카지노 제2영업장(임시)	800억원
단기 ~27년	웰니스센터 및 빌리지	800억원
단기 ~27년	시그니처 풀빌라	300억원
		<b>2조 4600억원</b>
비고	카지노 신축 규모는 15,660평 신축 기간 조성될 임시 영업장은 1,200평 규모	

자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] K-HIT 프로젝트 1.0



자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 강원랜드, 카지노 영업 조건 변경 사항

구분	기존	향후	증가분	적용시기
1) 카지노 면적 확장 (일반영업장)	14,513제곱미터(4,390평)	20,261제곱미터(6,129평)	5,748제곱미터(1,739평)	2028년(4년 소요 예상)
2) 게임기구수 증설	테이블	200대	250대	*신규영업장 위치: 카지노호텔 지하 1, 2층 *비카지노 시설 조성 병행 예정
	머신	1,360대	1,610대	
3) 외국인 전용구역	배팅한도	최대 30만원	최대 3억원	미정
	이용대상	외국인(시민권자)	외국인(시민권자), 영주권자	

자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	788	1,271	1,389	1,416	1,465
매출총이익	62	349	409	417	441
영업이익	-53	218	282	292	306
EBITDA	27	296	363	372	387
순이자손익	11	26	25	29	27
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1	0	-7	0	0
세전계속사업손익	-14	168	457	544	370
당기순이익	-11	116	341	430	280
지배주주순이익	-11	116	341	430	280
증가율(%)					
매출액	-42.1	61.2	9.3	2.0	3.5
영업이익	적전	흑전	29.7	3.5	4.9
EBITDA	-94.3	1,008.4	22.6	2.6	3.9
순이익	적전	흑전	194.8	26.2	-34.9
이익률(%)					
매출총이익률	7.8	27.5	29.5	29.4	30.1
영업이익률	-6.7	17.1	20.3	20.6	20.9
EBITDA 이익률	3.4	23.3	26.1	26.3	26.4
세전이익률	-1.8	13.2	32.9	38.4	25.3
순이익률	-1.3	9.1	24.5	30.4	19.1

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	211	420	338	372	349
당기순이익	-11	116	341	430	280
자산상각비	79	78	80	80	80
운전자본증감	157	119	-7	-7	28
매출채권 감소(증가)	-4	-2	1	1	-2
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-1	1	0
매입채무 증가(감소)	161	141	12	12	48
투자현금흐름	-74	-524	-203	101	-67
유형자산처분(취득)	-43	-29	-70	-84	-75
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	-11	0
투자자산 감소(증가)	287	1,114	733	494	17
재무현금흐름	3	-1	-70	-191	-223
차입금의 증가(감소)	3	-1	1	-2	0
자본의 증가(감소)	0	0	-71	-189	-223
배당금의 지급	0	0	-71	-189	-223
총현금흐름	35	305	358	363	321
(-)운전자본증가(감소)	-329	-182	134	83	-28
(-)설비투자	43	29	71	84	75
(+)자산매각	0	0	1	-11	0
Free Cash Flow	322	457	154	185	274
(-)기타투자	490	1,672	739	223	9
잉여현금	-168	-1,215	-585	-37	265
NOPLAT	-38	150	210	231	232
(+) Dep	79	78	80	80	80
(-)운전자본투자	-329	-182	134	83	-28
(-)Capex	43	29	71	84	75
OpFCF	327	381	86	144	266

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,657	1,329	1,391	1,549	1,654
현금성자산	1,353	1,027	945	1,008	1,090
매출채권	11	22	24	21	23
재고자산	3	4	6	4	5
비유동자산	2,170	2,839	3,058	3,147	3,150
투자자산	863	1,578	1,821	1,892	1,901
유형자산	1,304	1,258	1,234	1,242	1,236
무형자산	3	3	2	13	13
자산총계	3,827	4,168	4,449	4,696	4,805
유동부채	507	688	701	714	765
매입채무	431	581	621	638	686
유동성이자부채	2	3	6	7	7
비유동부채	68	65	70	67	68
비유동이자부채	66	63	55	52	52
부채총계	574	752	771	782	833
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,191	3,353	3,616	3,852	3,909
자본조정	-174	-174	-174	-174	-174
자기주식	-174	-174	-174	-174	-174
자본총계	3,253	3,415	3,678	3,914	3,971

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-49	540	1,593	2,122	1,381
BPS	15,204	15,964	17,191	18,297	18,564
DPS	0	350	930	1,100	900
CFPS	166	1,423	1,675	1,697	1,500
ROA(%)	-0.3	2.9	7.9	9.4	5.9
ROE(%)	-0.3	3.5	9.6	11.3	7.1
ROIC(%)	-2.4	11.2	16.5	17.8	18.0
Multiples(x, %)					
PER	-486.9	42.9	10.0	7.9	12.2
PBR	1.6	1.5	0.9	0.9	0.9
PSR	6.5	3.9	2.5	2.5	2.5
PCR	145.3	16.3	9.6	9.9	11.2
EV/EBITDA	144.7	13.5	7.0	7.1	6.6
배당수익률	n/a	1.5	5.8	6.5	5.4
안정성(%)					
부채비율	17.7	22.0	21.0	20.0	21.0
Net debt/Equity	-39.5	-28.2	-24.0	-24.2	-26.0
Net debt/EBITDA	-4,817.6	-325.1	-243.6	-255.1	-266.6
유동비율	327.0	193.2	198.4	216.9	216.2
이자보상배율(배)	n/a	119.1	36.9	108.4	116.0
자산구조(%)					
투자자본	39.2	32.4	32.0	31.0	29.9
현금+투자자산	60.8	67.6	68.0	69.0	70.1
자본구조(%)					
차입금	2.0	1.9	1.6	1.5	1.5
자기자본	98.0	98.1	98.4	98.5	98.5

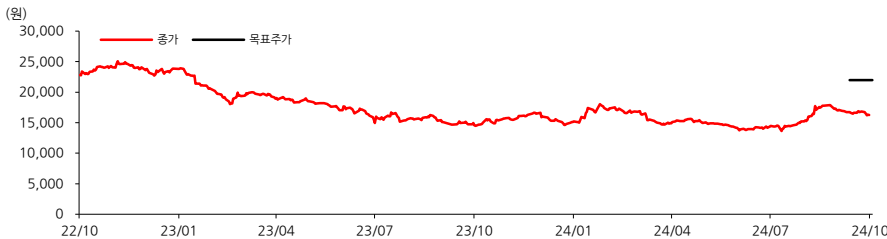
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024 년 10 월 29 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)  
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 강원랜드 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.10.29		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격		박수영	22,000	22,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	22,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%