



BUY (유지)

목표주가(12M) 22,000원(상향)
현재주가(9.05) 17,730원

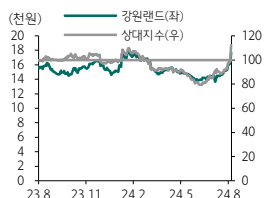
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,575.50
52주 최고/최저(원)	18,020/13,650
시가총액(십억원)	3,793.2
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	870.0
60일 평균 거래대금(십억원)	13.6
외국인지분율(%)	12.31
주요주주 지분율(%)	
한국광해광업공단	36.27
강원도개발공사	5.34

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,408.8	1,433.0
영업이익(십억원)	288.3	299.3
순이익(십억원)	335.1	279.8
EPS(원)	1,566	1,308
BPS(원)	18,893	19,506

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,270.7	1,388.6	1,428.1	1,466.0
영업이익	217.6	282.3	295.8	310.5
세전이익	167.9	457.2	494.8	445.6
순이익	115.6	340.9	378.5	336.5
EPS	540	1,593	1,769	1,573
증감율	흑전	195.00	11.05	(11.08)
PER	42.96	10.04	9.29	10.45
PBR	1.38	0.89	0.87	0.84
EV/EBITDA	12.61	5.87	5.33	4.71
ROE	3.47	9.61	10.03	8.55
BPS	16,778	18,005	18,893	19,518
DPS	350	930	1,000	1,000



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

하나증권 리서치센터

2024년 09월 06일 | 기업분석_Issue

강원랜드 (035250)

얼마만의 규제 완화인가

4가지 규제 완화 발표

4일 공시를 통해 문화체육관광부로부터 카지노업 변경 허가, 즉 규제 완화를 통보 받았다. 주요 내용은 4가지로, 1) 카지노 일반 영업장 면적은 기존 4,393평에서 6,128평으로 약 40% 확장, 2) 카지노 게임 기구 대수를 기존 테이블/머신 각각 200대/1,360대에서 50대/250대씩 증가, 3) 외국인 전용 존을 시민권자에서 영주권자까지 이용 확대, 그리고 4) 외국인 전용 존 내 베팅 한도를 기존 최대 30만원에서 최대 3억원까지 변경하는 것이다.

규제 완화는 무조건 좋지만, 증설 효과를 확인하기까지 4년 정도 소요

2012년 테이블 68대, 머신 400대가 추가된 이후 10년 넘게 규제가 완화되지 않고 있었다. 그러나, 최철규 대표이사 직무대행 체제로 바뀐 이후 1시간 30분 거리에 있는 오사카의 2030년 복합리조트(약 10조원 투자) 개장 예정으로 내국인 시장 독점체제가 사실상 깨졌다는 위기 의식에 기반한 여러 노력들이 규제 완화로 나타났다는 점에서 상당히 긍정적이다. 다만, 아쉽게도 단기적인 실적 전망은 변화가 없다. 카지노 면적 확장은 4년 뒤 완공 예정인데, 테이블/머신 증설은 신규 사이트에 도입되어야 한다. 즉, 카지노 면적 확장 및 테이블 증설 모두 2028년 계획이다. 만약 2025년에 바로 테이블 증설이 이뤄지고, 증설분이 그대로 드랍액 증가(증설이 100% 수요를 창출한다는 가정)로 이어진다면 2025년 예상 매출액은 22% 증가한 약 1.8조원(카지노 약 1.6조원), 영업이익은 공헌 마진 55%를 가정해 4,950억원으로 60% 증가할 수 있다. 다만, 이에 대해 선행되어야 하는 부분은 2024년 기준 강원랜드의 매출 총량이 약 1.43조원에 불과하다는 점이다. 즉, 오사카와의 경쟁 심화가 아예 없다고 가정하더라도 매출 총량이 지금보다 확대되어야 하며, 현재 매출 총량 규제에는 내국인 도박과 전혀 관련 없는 외국인 카지노 매출 총량(약 1.3조원)이 포함되어 있는데 2023년 사행산업통합감독위원회의 발표에 따르면 외국인 카지노의 매출 총량은 제외될 계획이다. 외국인 베팅 한도 상향의 경우 관련 규칙 개정에도 3~4개월 소요된다는 점을 감안할 때 빠르면 2025년 초부터 적용될 것이다.

목표주가 상향

강원랜드는 'K-HIT 프로젝트 1.0'을 통해 2032년까지 카지노 신축을 통한 영업장 면적 3배 확장 등 약 2.5조원의 중장기 투자 계획을 가지고 있으며, 4일 발표된 공시 내용은 단계적 규제 완화의 첫 걸음으로 보인다. 추가적으로 매출 총량 상향, 카지노 신축, 그리고 내국인 베팅 한도(30만원) 상향 등의 규제 완화를 확인해야 하며, 주주 가치를 우선하는 밸류업 계획도 선행될 필요가 있다. 아직 확인해야 할 부분이 많지만, 규제 산업에서 규제 완화는 그 자체로 의미가 있는 것이기에 실적 변동 없이 목표 P/E를 기존 13배에서 14배로 상향하면서 목표주가를 22,000원(+10%)으로 상향한다.

도표 1. 강원랜드 목표주가 상향

지배주주순이익('25년)	336	십억원
주식 수	213,940	천주
EPS	1,573	원
목표 P/E	14	배
목표 주가	22,000	원
현재 주가	17,730	원
상승 여력	24	%

자료: 하나증권

도표 2. 강원랜드 카지노 규제 완화 주요 내용

	기존	향후
카지노 일반영업장 면적 변경	1만4512.68㎡	2만260.68㎡ (5748㎡ 증가)
카지노 게임기구 대수 변경	총 게임기구 대수 1,560대 - 테이블 200대 - 머신 1,360대	총 게임기구 대수 1,860대 - 테이블 250대 (50대 증가) - 머신 1,610대 (250대 증가)
외국인 전용존 이용대상 변경	외국인(시민권자)	외국인(시민권자) 및 영주권자
외국인 전용존 베팅한도 변경	최대 30만원	최대 3억원

주: 2024년 9월 4일 문화체육관광부로부터 카지노업 변경허가 통보

자료: 공시, 하나증권

도표 3. 2025년 증설 가정 시 강원랜드 추정 매출액/영업이익 변동 내역

	2025년F	2025년 증설 가정	변동	비고/단위
카지노 드랍액	5.9	7.3	25%	조원
매출액	1,466	1,787	22%	십억원
영업이익	310	495	60%	십억원. 공헌 이익률 55% 가정

주1: 2028년 계획이 2025년에 바로 적용된다는 가정

주2: 오사카와의 경쟁 심화 없이 증설이 곧 공급을 창출한다는 낙관적인 가정

자료: 하나증권

도표 4. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
드랍액	5,570	5,722	5,608	5,863	1,500	1,419	1,469	1,333	1,380	1,347	1,425	1,456
홀드율	22.0%	23.1%	24.6%	24.2%	22.4%	22.6%	23.8%	23.5%	25.1%	24.6%	24.3%	24.5%
매출액	1,271	1,389	1,428	1,466	358	331	374	325	368	338	366	356
Casino	1,110	1,206	1,248	1,284	306	294	320	286	316	305	313	313
Non-Casino	161	183	180	182	52	37	54	40	52	32	53	42
영업이익	218	282	296	310	70	82	92	39	76	73	83	63
OPM	17%	20%	21%	21%	19%	25%	25%	12%	21%	22%	23%	18%
당기순이익	116	341	379	336	102	91	74	74	93	150	68	68

자료: 강원랜드, 하나증권

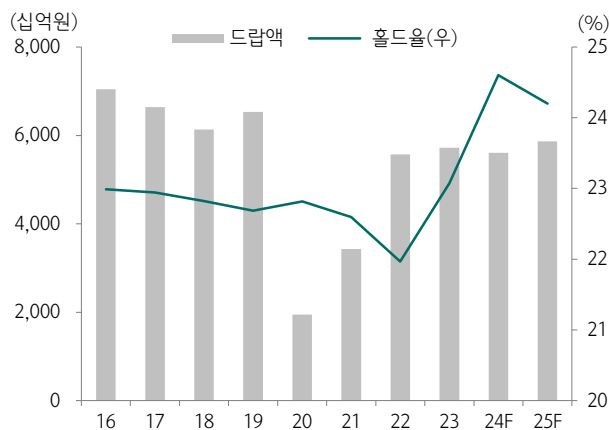
도표 5. 강원랜드 중장기 투자계획

(단위: 십억원)



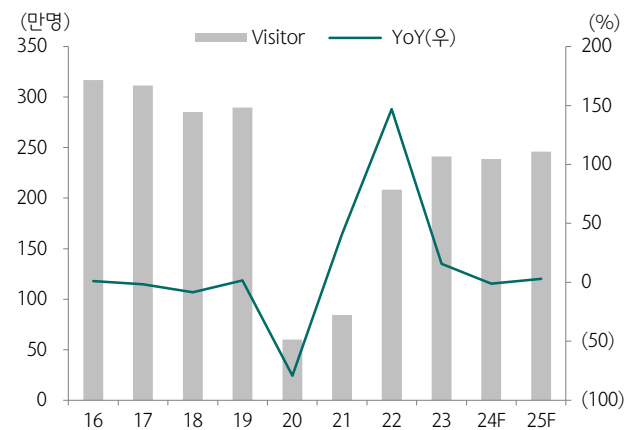
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 6. 강원랜드 카지노 드랍액 및 홀드올 추이



자료: 강원랜드, 하나증권

도표 7. 강원랜드 방문객 수 추이



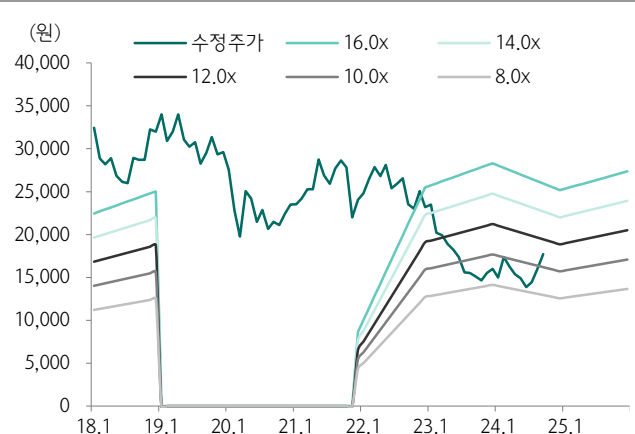
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 8. 강원랜드 외국인 지분을 추이



자료: 하나증권

도표 9. 강원랜드 12MF P/E 차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,270.7	1,388.6	1,428.1	1,466.0	1,500.0
매출원가	921.8	979.4	997.6	1,015.6	1,039.1
매출총이익	348.9	409.2	430.5	450.4	460.9
판매비	131.3	126.9	134.6	139.9	143.5
영업이익	217.6	282.3	295.8	310.5	317.4
금융손익	(31.8)	208.2	152.3	160.3	168.7
종속/관계기업손익	0.2	(6.9)	0.5	0.5	0.5
기타영업외손익	(18.2)	(26.3)	46.2	(25.6)	(7.6)
세전이익	167.9	457.2	494.8	445.6	479.0
법인세	52.2	116.4	116.3	109.2	113.2
계속사업이익	115.6	340.9	378.5	336.5	365.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	115.6	340.9	378.5	336.5	365.8
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	115.6	340.9	378.5	336.5	365.8
지배주주지분포괄이익	162.6	333.5	378.5	336.5	365.8
NOPAT	149.9	210.4	226.3	234.4	242.4
EBITDA	295.8	362.7	370.2	379.4	381.2
성장성(%)					
매출액증가율	61.17	9.28	2.84	2.65	2.32
NOPAT증가율	흑전	40.36	7.56	3.58	3.41
EBITDA증가율	1,007.87	22.62	2.07	2.49	0.47
영업이익증가율	흑전	29.73	4.78	4.97	2.22
(지배주주)순이익증가율	흑전	194.90	11.03	(11.10)	8.71
EPS증가율	흑전	195.00	11.05	(11.08)	8.71
수익성(%)					
매출총이익률	27.46	29.47	30.14	30.72	30.73
EBITDA이익률	23.28	26.12	25.92	25.88	25.41
영업이익률	17.12	20.33	20.71	21.18	21.16
계속사업이익률	9.10	24.55	26.50	22.95	24.39

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	540	1,593	1,769	1,573	1,710
BPS	16,778	18,005	18,893	19,518	20,280
CFPS	1,423	1,675	2,661	2,405	2,537
EBITDAPS	1,382	1,696	1,730	1,773	1,782
SPS	5,939	6,490	6,675	6,852	7,011
DPS	350	930	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	42.96	10.04	9.29	10.45	9.61
PBR	1.38	0.89	0.87	0.84	0.81
PCFR	16.30	9.55	6.18	6.84	6.48
EV/EBITDA	12.61	5.87	5.33	4.71	4.19
PSR	3.91	2.47	2.46	2.40	2.34
재무비율(%)					
ROE	3.47	9.61	10.03	8.55	8.96
ROA	2.89	7.91	8.31	7.11	7.46
ROIC	18.67	29.03	33.54	38.12	42.39
부채비율	22.03	20.96	20.44	20.24	19.86
순부채비율	(36.13)	(35.15)	(39.89)	(43.25)	(46.12)
이자보상배율(배)	119.06	36.85	38.62	40.54	41.44

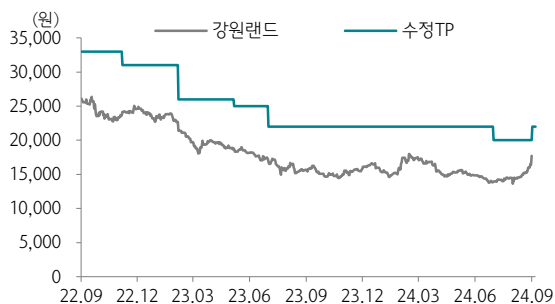
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,328.8	1,391.1	1,642.2	1,831.0	2,022.3
금융자산	1,299.6	1,353.8	1,604.1	1,791.9	1,982.5
현금성자산	101.1	166.2	315.2	415.1	508.9
매출채권	4.6	6.0	6.2	6.3	6.5
재고자산	4.0	5.5	5.7	5.8	6.0
기타유동자산	20.6	25.8	26.2	27.0	27.3
비유동자산	2,838.9	3,057.6	3,016.3	2,980.4	2,969.2
투자자산	1,233.5	1,554.7	1,557.8	1,560.8	1,563.5
금융자산	1,178.9	1,507.1	1,508.9	1,510.6	1,512.1
유형자산	1,258.0	1,234.4	1,190.6	1,152.1	1,138.5
무형자산	2.8	1.8	1.1	0.7	0.5
기타비유동자산	344.6	266.7	266.8	266.8	266.7
자산총계	4,167.8	4,448.7	4,658.5	4,811.3	4,991.5
유동부채	687.7	701.1	720.6	739.3	756.1
금융부채	2.7	6.1	6.3	6.5	6.6
매입채무	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
기타유동부채	681.7	691.6	710.8	729.2	745.8
비유동부채	64.7	69.6	70.0	70.4	70.8
금융부채	63.0	54.9	54.9	54.9	54.9
기타비유동부채	1.7	14.7	15.1	15.5	15.9
부채총계	752.4	770.8	790.7	809.8	826.9
지배주주지분	3,415.4	3,677.9	3,867.9	4,001.6	4,164.7
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	3,353.2	3,615.7	3,805.7	3,939.4	4,102.5
비지배주주지분	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
자본총계	3,415.4	3,677.9	3,867.9	4,001.6	4,164.6
순금융부채	(1,234.0)	(1,292.8)	(1,542.8)	(1,730.5)	(1,920.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	420.2	337.8	471.8	423.5	445.9
당기순이익	115.6	340.9	378.5	336.5	365.8
조정	185.8	3.9	74.4	68.9	63.8
감가상각비	78.2	80.5	74.4	68.9	63.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	6.9	0.0	0.0	0.0
기타	107.8	(83.5)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	118.8	(7.0)	18.9	18.1	16.3
투자활동 현금흐름	(524.2)	(202.7)	(134.3)	(121.0)	(149.5)
투자자산감소(증가)	(667.1)	(321.3)	(3.1)	(3.0)	(2.7)
자본증가(감소)	(29.1)	(70.8)	(30.0)	(30.0)	(50.0)
기타	172.0	189.4	(101.2)	(88.0)	(96.8)
재무활동 현금흐름	(1.3)	(75.5)	(188.4)	(202.6)	(202.6)
금융부채증가(감소)	(2.3)	(4.6)	0.2	0.2	0.2
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.0	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
배당지급	0.0	(71.0)	(188.5)	(202.7)	(202.7)
현금의 증감	(105.3)	59.6	154.5	99.9	93.7
Unlevered CFO	304.5	358.4	569.2	514.5	542.8
Free Cash Flow	390.7	267.0	441.8	393.5	395.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.9.6	BUY	22,000		
24.7.5	BUY	20,000	-26.48%	-11.35%
23.7.6	BUY	22,000	-28.94%	-18.09%
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%
22.9.30	1년 경과		-	-
21.9.30	BUY	33,000	-20.71%	-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 9월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 9월 6일 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	94.17%	5.38%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 09월 03일