



BUY (유지)

목표주가(12M) 22,000원  
현재주가(11.08) 15,510원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,421.62
52주 최고/최저(원)	25,050/14,480
시가총액(십억원)	3,318.2
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	213,940.5
60일 평균 거래량(천주)	583.3
60일 평균 거래대금(십억원)	9.1
외국인지분율(%)	13.67
주요주주 지분율(%)	
한국광해광업공단	36.27
강원도개발공사	5.34

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,394.2	1,443.1
영업이익(십억원)	284.3	302.6
순이익(십억원)	298.4	286.6
EPS(원)	1,395	1,340
BPS(원)	17,809	18,488

#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	788.4	1,270.7	1,376.0	1,442.7
영업이익	(52.7)	217.6	280.9	304.3
세전이익	(14.2)	167.9	405.7	375.1
순이익	(10.6)	115.6	300.2	277.6
EPS	(49)	540	1,403	1,298
증감율	적지	흑전	159.81	(7.48)
PER	(490.82)	42.96	11.05	11.95
PBR	1.50	1.38	0.87	0.84
EV/EBITDA	134.02	13.02	5.35	4.62
ROE	(0.33)	3.47	8.50	7.48
BPS	16,018	16,778	17,849	18,455
DPS	0	350	730	730



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

하나증권 리서치센터

2023년 11월 09일 | 기업분석\_ Earnings Review

## 강원랜드 (035250)

답답하고 아쉬운 흐름 지속

### 시가배당률 5% 내외에서 바닥 확인

3분기 드랍액이 전년 동기 대비 10% 감소하면서 인당 드랍액도 코로나 수준으로 회귀하는 다소 어려운 상황이 나타났는데, 4분기도 비슷한 흐름이 예상된다. 불법 도박 시장이 확대되면서 동사의 성장 잠재력은 지속 하향 압력이 발생하고 있으며, 고금리 상황이 지속되면서 배당주로서의 매력도 하향되어 외국인 지분율도 지속 하락하고 있다. 강원랜드가 할 수 있는게 딱히 없어서 더욱 답답한 흐름이 이어지고 있는데, 시가배당률 5% 내외에서 바닥을 확인하고 있다는 점은 긍정적이다.

### 3Q OP 918억원(-23%)

3분기 매출액/영업이익은 각각 3,740억원(-6% YoY)/918억원(-23%)으로 컨센서스(970억원)을 소폭 하회했다. 드랍액은 약 1.5조원(-12%), 방문객 수는 64만명(-3%), 홀드율은 23.8%(+1.1%p)를 기록했으며, 인당 드랍액은 229만원(-10%)을 기록했다. 꾸준히 하향 안정화 되고 있었지만, 코로나 이전 수준까지 회귀한 점은 아쉬운 부분이다. 특히 VIP 방문객은 약 4,600명(+3%)으로 전년 동기 대비 소폭 증가했으나, 인당 드랍액이 21% 감소하며 트래픽 대비 드랍액이 부진했다. 이러한 흐름은 4분기에도 이어질 것으로 예상된다. 호텔/콘도 등 비 카지노 매출액은 539억원(-0.4%)으로 전년대비 거의 유사했다. 올해부터 성과급을 분기 안분함에 따라 4분기 급여 부문에서 전년 대비 약 300억원의 감소 효과가 있을 것이다.

### 현재의 배당 수준이 매력적이게 될 매크로 변화를 기다리는 수 밖에

고금리 상황이 지속되면서 배당주인 동사의 투자 매력도가 지속 하락해 카지노 업종의 가장 강력한 지지선이 되는 P/B 1배도 이미 하회하고 있다. 700~750원 내외의 연간 배당을 가정했을 때 주가 1.4~1.5만원이 시가배당률 5% 수준이다. 현재의 고금리 수준에서는 바닥을 확인하는 있는 수준은 되겠지만, 추세적인 반등을 확인할 수 있는 구간인지 확실하지 않다. 결국 동사의 투자 매력도가 상향 되기 위해서는 영업환경 개선에 따른 실적 상향 혹은 금리의 하향 흐름이 나타나야 할 것이다.

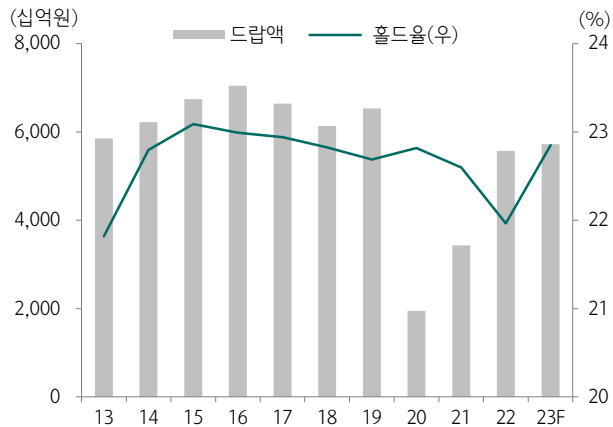
도표 1. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F
드랍액	3,430	5,570	5,718	6,064	999	1,397	1,672	1,502	1,500	1,419	1,469	1,330
홀드올	22.6%	22.0%	22.9%	22.9%	21.3%	22.1%	22.7%	21.5%	22.4%	22.6%	23.8%	22.6%
매출액	788	1,271	1,376	1,443	227	312	398	335	358	331	374	313
Casino	697	1,110	1,191	1,257	192	280	343	294	306	294	320	270
Non-Casino	91	161	185	186	35	31	54	41	52	37	54	43
영업이익	(53)	218	281	304	11	70	119	18	70	82	92	38
OPM	-7%	17%	20%	21%	5%	22%	30%	5%	19%	25%	25%	12%
당기순이익	(11)	116	300	278	(6)	38	75	9	102	89	74	36

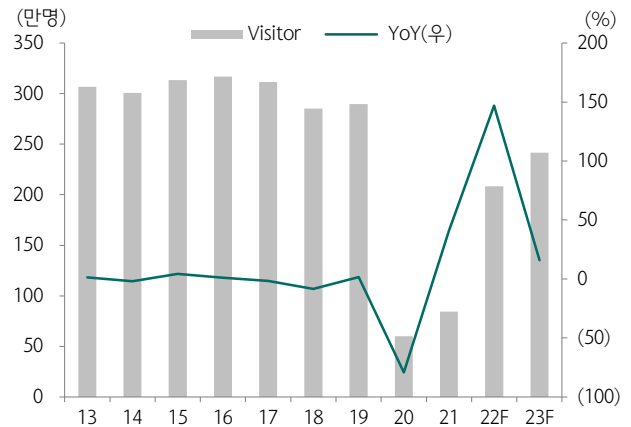
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 2. 강원랜드 카지노 드랍액 및 홀드올 추이



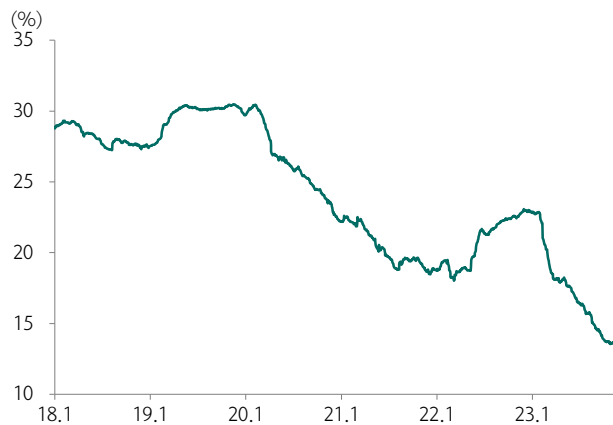
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 3. 강원랜드 방문객 수 추이



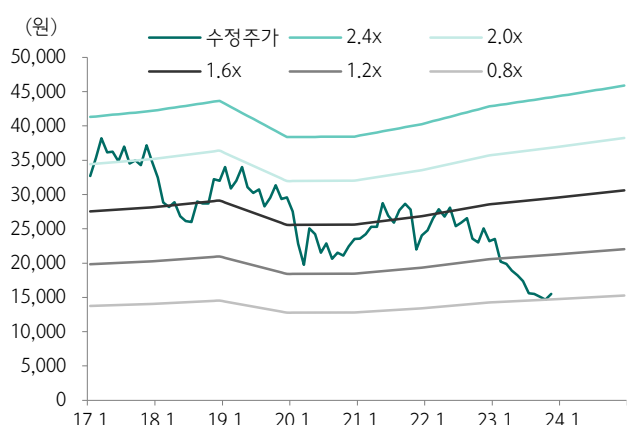
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 4. 강원랜드 외국인 지분율 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	1,376.0	1,442.7	1,479.6
매출원가	726.8	921.8	967.8	1,006.2	1,028.3
매출총이익	61.6	348.9	408.2	436.5	451.3
판매비	114.3	131.3	127.3	132.2	137.3
영업이익	(52.7)	217.6	280.9	304.3	313.9
금융손익	59.1	(31.8)	145.0	90.0	95.0
종속/관계기업손익	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	(21.3)	(18.2)	(20.4)	(19.4)	(18.3)
세전이익	(14.2)	167.9	405.7	375.1	390.9
법인세	(3.6)	52.2	105.5	97.5	101.6
계속사업이익	(10.6)	115.6	300.2	277.6	289.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.6)	115.6	300.2	277.6	289.2
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(10.6)	115.6	300.2	277.6	289.2
지배주주지분포괄이익	5.8	162.6	300.2	277.6	289.2
NOPAT	(39.4)	149.9	207.9	225.2	232.3
EBITDA	26.7	295.8	353.7	372.1	377.2
성장성(%)					
매출액증가율	64.73	61.17	8.29	4.85	2.56
NOPAT증가율	적지	흑전	38.69	8.32	3.15
EBITDA증가율	흑전	1,007.87	19.57	5.20	1.37
영업이익증가율	적지	흑전	29.09	8.33	3.15
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	159.69	(7.53)	4.18
EPS증가율	적지	흑전	159.81	(7.48)	4.16
수익성(%)					
매출총이익률	7.81	27.46	29.67	30.26	30.50
EBITDA이익률	3.39	23.28	25.70	25.79	25.49
영업이익률	(6.68)	17.12	20.41	21.09	21.22
계속사업이익률	(1.34)	9.10	21.82	19.24	19.55

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(49)	540	1,403	1,298	1,352
BPS	16,018	16,778	17,849	18,455	19,115
CFPS	166	1,423	2,237	2,071	2,122
EBITDAPS	125	1,382	1,653	1,739	1,763
SPS	3,685	5,939	6,432	6,743	6,916
DPS	0	350	730	730	730
주기지표(배)					
PER	(490.82)	42.96	11.05	11.95	11.47
PBR	1.50	1.38	0.87	0.84	0.81
PCFR	144.88	16.30	6.93	7.49	7.31
EV/EBITDA	134.02	13.02	5.35	4.62	4.11
PSR	6.53	3.91	2.41	2.30	2.24
재무비율(%)					
ROE	(0.33)	3.47	8.50	7.48	7.52
ROA	(0.28)	2.89	7.02	6.22	6.26
ROIC	(4.09)	18.67	28.03	31.46	34.28
부채비율	17.66	22.03	20.22	20.34	20.03
순부채비율	(48.24)	(32.55)	(36.73)	(40.03)	(42.88)
이자보상배율(배)	(30.79)	119.06	28.09	30.43	31.39

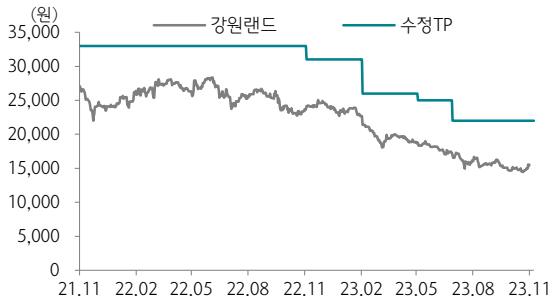
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,657.0	1,206.4	1,436.3	1,610.0	1,779.0
금융자산	1,637.2	1,177.2	1,404.6	1,576.8	1,745.0
현금성자산	206.4	101.1	143.3	93.3	61.4
매출채권	3.4	4.6	5.0	5.2	5.4
재고자산	3.4	4.0	4.4	4.6	4.7
기타유동자산	13.0	20.6	22.3	23.4	23.9
비유동자산	2,170.2	2,961.4	2,945.3	2,931.7	2,920.9
투자자산	566.4	1,355.9	1,362.6	1,366.9	1,369.3
금융자산	512.0	1,301.4	1,303.6	1,305.0	1,305.8
유형자산	1,304.0	1,258.0	1,235.8	1,218.4	1,205.6
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	4,381.6	4,541.7	4,699.9
유동부채	506.8	687.7	672.1	702.6	719.4
금융부채	2.2	2.7	2.9	3.0	3.1
매입채무	2.7	3.3	3.6	3.7	3.8
기타유동부채	501.9	681.7	665.6	695.9	712.5
비유동부채	67.7	64.7	64.9	65.0	65.0
금융부채	65.7	63.0	63.0	63.0	63.0
기타비유동부채	2.0	1.7	1.9	2.0	2.0
부채총계	574.5	752.4	736.9	767.5	784.4
지배주주지분	3,252.8	3,415.4	3,644.6	3,774.2	3,915.5
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	3,582.4	3,712.0	3,853.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
자본총계	3,252.8	3,415.4	3,644.6	3,774.2	3,915.5
순금융부채	(1,569.3)	(1,111.6)	(1,338.8)	(1,510.9)	(1,678.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	210.9	420.2	355.0	374.4	368.5
당기순이익	(10.6)	115.6	300.2	277.6	289.2
조정	64.4	185.8	72.8	67.8	63.3
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	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	157.1	118.8	(18.0)	29.0	16.0
투자활동 현금흐름	(73.9)	(524.2)	(242.0)	(276.5)	(252.4)
투자자산감소(증가)	(48.4)	(789.5)	(6.8)	(4.3)	(2.4)
자본증가(감소)	(42.9)	(29.1)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
기타	17.4	294.4	(185.2)	(222.2)	(200.0)
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)	42.1	(50.0)	(31.8)
Unlevered CFO	35.4	304.5	478.5	443.0	454.1
Free Cash Flow	167.9	390.7	305.0	324.4	318.5

## 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 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 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	94.62%	4.93%	0.45%	100%

\* 기준일: 2023년 11월 06일