

2023. 11. 9

금융/소비재팀

박은경

Senior Analyst

eunkyung44.park@samsung.com

한수진

Research Associate

su.jin.han@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	18,000원	16.1%
현재주가	15,510원	
시가총액	3.3조원	
Shares (float)	213,940,500주 (58.5%)	
52주 최저/최고	14,480원/25,050원	
60일-평균거래대금	91.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
강원랜드 (%)	5.7	-17.8	-34.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	5.2	-14.7	-35.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	BUY	
목표주가	18,000	28,000	-35.7%
2023E EPS	1,403	1,485	-5.5%
2024E EPS	1,277	1,152	10.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	6
Target price	22,833
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

강원랜드 (035250)

매력적인 배당주

- 3Q23 매출액 3,740억원 (-6% y-y; 이하 y-y), 영업이익 918억원 (-23%) 기록. 최근 낮아진 시장 눈높이를 충족시키는 실적.
- 카지노 영업 회복의 시그널이 보이지 않고 있다는 점이 우려스러움. 다만 2.5조원의 현금성 자산에서 창출되는 금융수익 덕에 2023년말 배당에 대한 기대는 높음.
- 수요 하방 리스크 반영해 이익전망 하향 조정하며, 목표주가 1.8만원으로 36% 하향 조정 ('24E P/B 1.1배), 투자의견도 HOLD로 하향 조정. 연말 배당주로의 접근은 유효.

WHAT'S THE STORY?

3Q23 review—방문객 수 감소: 3Q23에 매출액 3,740억원 (-6%), 영업이익 918억원 (-23%) 기록. 카지노 매출액이 10개 분기 만에 전년 대비 감소로 전환 (-8%). 코로나 팬데믹 후유증에서 벗어나며 더디지만 차근차근 회복되고 있던 방문객 수가 추세를 하향 이탈하며 전년 대비 하락 전환 (방문객 수 -3%). 4Q23 들어서도 이러한 부진한 수요 흐름 유지되고 있는 것으로 보임.

카지노 수요 회복 시그널 부재: 지난 1년간 방문객 수가 '19년의 85% 선에 머물며 더 이상 회복되지 않고 있다는 점이 가장 큰 문제. 특히 3Q23의 경우에는 방문객 수가 '19년의 82% 선에 머무르며 소폭 악화. 회사측에서는 코로나19 팬데믹 기간 중 불법 도박 시장이 기형적으로 커진 것이 주요 원인이라 보고 있음 (온라인, 홀덤펍 등). 최근 정부에서 불법 도박에 대한 단속 의지를 드러내고 있으니 실제 조치가 취해지고, 그 결과가 단기간 내 강원랜드 내방객 수 증가로 이어지긴 어려워 보임. 회사 측에서도 방문객 유치를 위한 마케팅 강화 등의 노력을 전개하고 있으나 카지노를 부정적으로 바라보는 사회적 인식으로 인해 운신의 폭이 넓지 않은 상황.

대규모 금융수익 덕에 배당 기대감 상승: 연간 금융손익에 대한 전망이 쉽지는 않으나, 적어도 1H23의 금융수익은 유지된다 가정하고, 배당 성향이 '22년의 61%에서 유지된다 가정할 경우, '23년 기대 DPS는 910원. 이는 현재주 기준 배당 수익률이 5.9%에 달함을 의미.

(뒤 페이지 계속)

분기 실적

(십억원)	3Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	374.0	(5.9)	12.9	(6.3)	(0.4)
영업이익	91.8	(22.7)	11.9	(14.6)	(2.9)
세전이익	97.8	(2.0)	(19.4)	(17.2)	(5.1)
순이익	73.8	(1.3)	(19.4)	(15.6)	(14.3)
이익률 (%)					
영업이익	24.5				
세전이익	26.1				
순이익	19.7				

자료: 강원랜드, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2022	2023E	2024E
Valuation (배)			
P/E	40.5	11.1	12.1
P/B	1.53	0.96	0.93
EV/EBITDA	18.2	4.5	4.6
Div yield (%)	1.5	5.9	5.4
EPS 증가율 (%)	nm	144.8	(9.0)
ROE (%)	3.5	8.5	7.4
주당지표 (원)			
EPS	573	1,403	1,277
BVPS	15,138	16,209	16,624
DPS	350	910	830

목표주가 1.8만원으로 하향 조정 유지: 지금까지 당사는 방문객 수 회복이 더디게 진행될 뿐 회복의 방향성은 명확하다 보았으나, 3Q23 실적을 통해 수요가 '19년 수준에 체 이르지 못한 상태에서 하향 안정될 가능성을 배제할 수 없게 됨. 이에 보수적 수요 회복 시나리오를 반영해 '23-'24년 영업이익 전망치를 각각 9%, 15%. 이익전망 변경과, trough-cycle 적용한 목표배수 하향 조정으로 (기존 '23E P/B 1.7배 → 1.1배) 목표주가를 기존 2.8만원에서 1.8만원으로 하향 조정. 현 주가에서 2023E 배당수익률 5.9%가 기대되어 연말 배당주로 추천.

실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
(십억원, %)												
매출액	227	312	398	335	358	331	374	314	788	1,271	1,377	1,399
카지노	192	280	343	294	306	294	320	267	697	1,110	1,188	1,200
기타	35	31	54	41	52	37	54	46	91	161	189	199
매출총이익	40	96	149	63	100	108	124	67	62	349	398	403
카지노	76	134	175	112	138	144	154	108	237	498	544	546
기타	(36)	(38)	(26)	(49)	(39)	(37)	(29)	(41)	(176)	(149)	(146)	(143)
영업이익	11	70	119	18	70	82	92	32	(53)	218	276	279
세전이익	(7)	49	100	26	137	121	98	45	(14)	168	400	364
순이익	(6)	38	75	9	102	91	74	33	(11)	116	300	273
이익률 (%)												
매출총이익	17.7	31.0	37.6	18.8	27.9	32.5	33.2	21.2	7.8	27.5	28.9	28.8
카지노	39.3	47.9	51.1	38.1	45.2	49.0	48.0	40.4	34.0	44.8	45.8	45.5
기타	(102.6)	(120.4)	(48.4)	(121.0)	(74.0)	(99.3)	(54.6)	(89.0)	(192.1)	(92.5)	(77.1)	(71.7)
영업이익	4.6	22.5	29.9	5.5	19.5	24.8	24.5	10.3	(6.7)	17.1	20.0	19.9
세전이익	(3.2)	15.8	25.1	7.8	38.2	36.6	26.1	14.2	(1.8)	13.2	29.1	26.0
순이익	(2.6)	12.1	18.8	2.8	28.4	27.6	19.7	10.6	(1.3)	9.1	21.8	19.5
성장률 (전년 대비, %)												
매출액	132.8	53.0	62.1	38.2	57.9	6.3	(5.9)	(6.2)	64.7	61.2	8.4	1.6
카지노	125.0	52.4	61.3	36.9	59.2	5.1	(6.8)	(9.1)	72.4	59.2	7.0	1.0
기타	188.2	58.9	67.6	48.7	50.4	17.2	(0.4)	14.3	23.1	75.9	17.7	5.1
매출총이익	nm	234.8	186.2	316.3	148.9	11.6	(16.9)	5.8	nm	465.9	14.1	1.2
카지노	485.7	92.3	96.9	71.7	82.9	7.4	(12.5)	(3.7)	115.9	109.8	9.4	0.3
기타	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
영업이익	nm	2,489.0	389.1	nm	561.9	17.3	(22.7)	75.7	nm	nm	26.8	1.0
세전이익	nm	73.2	252.1	nm	nm	146.5	(2.0)	70.4	nm	nm	138.5	(9.0)
순이익	nm	79.6	265.9	nm	nm	143.7	(1.3)	262.6	nm	nm	159.7	(9.0)

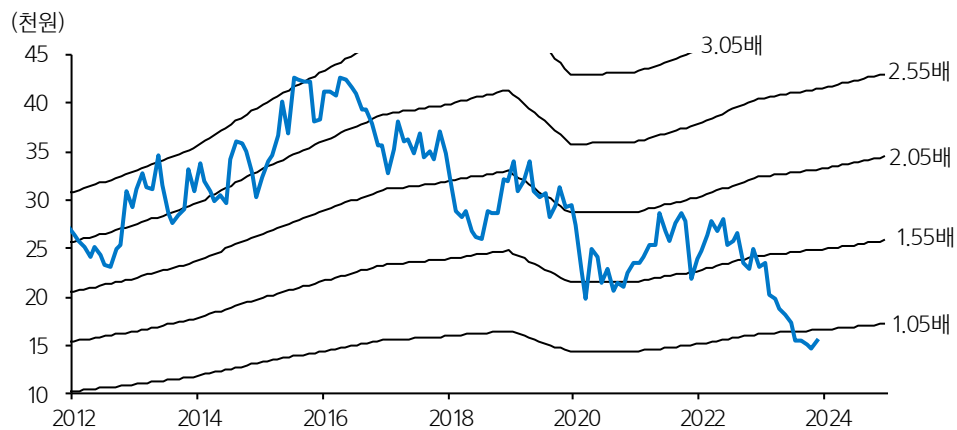
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치

(십억원)	2022	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,271	1,377	1,399	1,445	1,518	(4.7)	(7.9)
영업이익	218	276	279	302	327	(8.6)	(14.9)
경상이익	168	400	364	429	333	(6.8)	9.4
순이익	116	300	273	318	246	(5.5)	10.9
EBITDA	296	354	357	380	406	(6.8)	(12.0)
EPS (원)	573	1,403	1,277	1,485	1,152	(5.5)	10.9

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

Forward P/B band



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2020	479	(432)	(405)	(276)	(1,300)	nm	nm	1.64	(7.9)	nm	(981)
2021	788	(53)	(14)	(11)	(179)	nm	nm	1.67	(0.3)	71.5	(1,288)
2022	1,271	218	168	116	573	nm	40.5	1.53	3.5	18.2	(964)
2023E	1,377	276	400	300	1,403	144.8	11.1	0.96	8.5	4.5	(1,272)
2024E	1,399	279	364	273	1,277	(9.0)	12.1	0.93	7.4	4.6	(1,418)
2025E	1,469	306	396	297	1,388	8.7	11.2	0.90	7.8	3.9	(1,624)

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	788	1,271	1,377	1,399	1,469
매출원가	727	922	979	995	1,035
매출총이익	62	349	398	403	434
(매출총이익률, %)	7.8	27.5	28.9	28.8	29.6
판매 및 일반관리비	114	131	122	125	128
영업이익	(53)	218	276	279	306
(영업이익률, %)	(6.7)	17.1	20.0	19.9	20.8
영업외손익	39	(50)	124	86	90
금융수익	67	28	148	113	117
금융비용	8	60	2	2	2
지분법손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	(20)	(18)	(21)	(25)	(25)
세전이익	(14)	168	400	364	396
법인세	(4)	52	100	91	99
(법인세율, %)	25.3	31.1	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	(11)	116	300	273	297
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(11)	116	300	273	297
(순이익률, %)	(1.3)	9.1	21.8	19.5	20.2
지배주주순이익	(11)	116	300	273	297
비지배주주순이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	27	296	354	357	384
(EBITDA 이익률, %)	3.4	23.3	25.7	25.5	26.1
EPS (지배주주)	(49)	540	1,403	1,277	1,388
EPS (연결기준)	(49)	540	1,403	1,277	1,388
수정 EPS (원)*	(179)	573	1,403	1,277	1,388

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	211	420	404	380	404
당기순이익	(11)	116	300	273	297
현금유출입이없는 비용 및 수익	220	316	106	107	108
유형자산 감가상각비	79	77	77	77	77
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	141	238	28	29	30
영업활동 자산부채 변동	1	(11)	(2)	(0)	(1)
투자활동에서의 현금흐름	(74)	(524)	(25)	(50)	(30)
유형자산 증감	(43)	(29)	(25)	(50)	(30)
장단기금융자산의 증감	(49)	(788)	(0)	0	0
기타	18	293	(0)	0	0
재무활동에서의 현금흐름	3	(1)	(79)	(180)	(174)
차입금의 증가(감소)	4	(3)	(8)	4	(6)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	(71)	(184)	(168)
기타	(1)	1	0	0	0
현금증감	140	(105)	300	150	200
기초현금	66	206	101	401	551
기말현금	206	101	401	551	751
Gross cash flow	209	431	406	380	405
Free cash flow	19	135	332	278	317

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,657	1,206	1,480	1,600	1,771
현금 및 현금등가물	206	101	401	551	751
매출채권	11	22	24	25	26
재고자산	3	4	4	4	5
기타	1,436	1,079	1,050	1,020	989
비유동자산	2,170	2,961	2,909	2,882	2,835
투자자산	566	1,356	1,356	1,356	1,356
유형자산	1,304	1,258	1,206	1,178	1,131
무형자산	3	3	3	3	3
기타	297	345	345	345	345
자산총계	3,827	4,168	4,389	4,482	4,605
유동부채	507	688	691	701	699
매입채무	3	3	4	4	4
단기차입금	0	0	3	13	11
기타 유동부채	504	684	684	684	684
비유동부채	68	65	53	48	44
사채 및 장기차입금	5	5	5	5	5
기타 비유동부채	63	60	48	44	40
부채총계	574	752	744	749	743
지배주주지분	3,253	3,415	3,645	3,733	3,862
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,191	3,353	3,582	3,671	3,800
기타	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,253	3,415	3,645	3,733	3,862
순부채	(1,288)	(964)	(1,272)	(1,418)	(1,624)

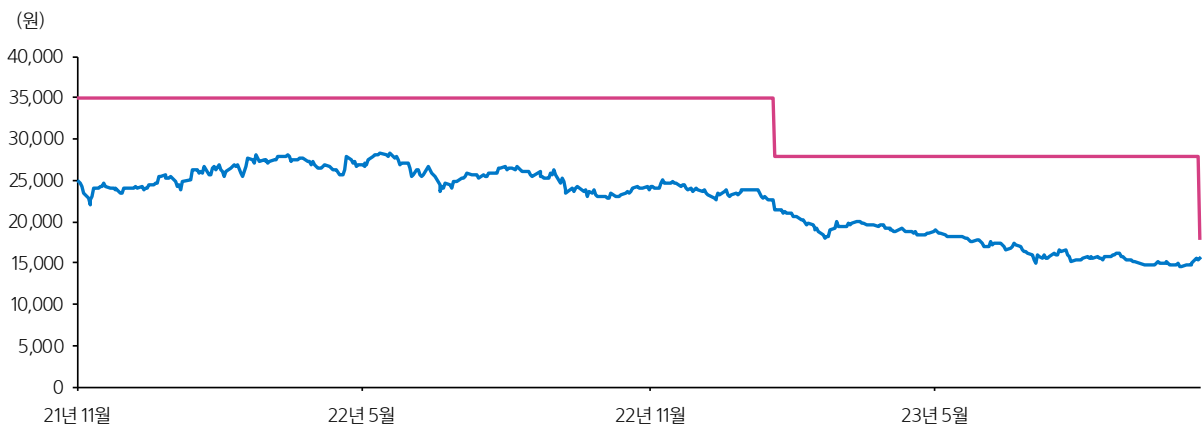
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	64.7	61.2	8.4	1.6	5.1
영업이익	nm	nm	26.8	1.0	9.9
순이익	nm	nm	159.7	(9.0)	8.7
수정 EPS**	nm	nm	144.8	(9.0)	8.7
주당지표					
EPS (지배주주)	(49)	540	1,403	1,277	1,388
EPS (연결기준)	(49)	540	1,403	1,277	1,388
수정 EPS**	(179)	573	1,403	1,277	1,388
BPS	14,376	15,138	16,209	16,624	17,225
DPS (보통주)	0	350	910	830	900
Valuations (배)					
P/E***	nm	40.5	11.1	12.1	11.2
P/B***	1.67	1.53	0.96	0.93	0.90
EV/EBITDA	71.5	18.2	4.5	4.6	3.9
비율					
ROE (%)	(0.3)	3.5	8.5	7.4	7.8
ROA (%)	(0.3)	2.9	7.0	6.2	6.5
ROIC (%)	(0.9)	4.5	11.8	10.8	12.1
배당성향 (%)	0.0	61.4	61.5	61.6	61.5
배당수익률 (보통주, %)	0.0	1.5	5.9	5.4	5.8
순부채비율 (%)	(39.6)	(28.2)	(34.9)	(38.0)	(42.0)
이자보상배율 (배)	(30.8)	119.1	165.0	172.2	191.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 11월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 11월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/5/12	11/10	2022/11/10	2023/2/10	11/9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (₩)	31,000	35,000	35,000	28,000	18,000
과리율 (평균)	-11.58	-26.74	-31.99	-37.70	
과리율 (최대/최소)	-5.16	-19.00	-28.43	-23.57	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% ~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.09.30

매수(80.4%)·중립(19.6%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA