



강원랜드

| Bloomberg Code (035250 KS) | Reuters Code (035250.KS)

2023년 3월 17일

[엔터/레저]

지인해 연구위원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

1Q23는 1Q19을 상회하는 중



매수
(유지)



현재주가 (3월 16일)
18,140 원



목표주가
28,000 원 (하향)



상승여력
54.4%

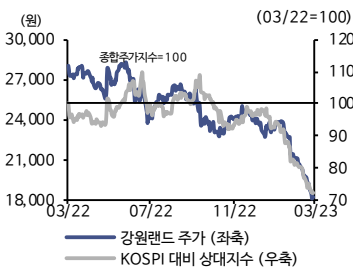
- ◆ 시가총액의 70%를 순현금으로 설명
- ◆ 4Q22 숫자 부진은 1Q23 온전히 회복 중, 19년 숫자를 상회 중
- ◆ 악플보다 무플이 무섭지만, 모두가 인정하는 과도한 주가 급락



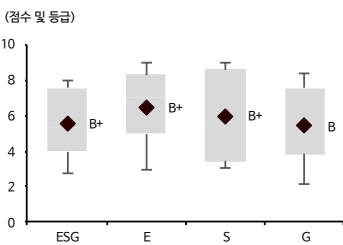
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	3,880.9십억원
발행주식수	213.9백만주
유동주식수	125.1백만주(58.5%)
52주 최고가/최저가	28,350 원/18,040 원
일평균 거래량 (60 일)	757,192 주
일평균 거래액 (60 일)	16,075 백만원
외국인 지분율	18.57%
주요주주	
한국광해광업공단	36.27%
국민연금공단	7.06%
절대수익률	
3개월	-24.3%
6개월	-28.4%
12개월	-35.4%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-24.8%
6개월	-28.3%
12개월	-27.8%

주가



ESG 컨센서스



순현금 비중 약 70%

모든 관심이 외인 카지노에 쏠리는 사이, 강원랜드의 급락이 너무나도 컸다. 약 2.6조원에 달하는 순현금이 현재 시가총액 3.9조원 중 67%를 설명할 정도다. 왜 이렇게 빠졌을까? 4Q22 어닝쇼크 때문이다.

주가는 그 직후부터 빠르게 붕괴됐다. 부진한 실적의 원인이 중요한데, 비용보다는 매출액 및 트래픽 축소였다. 사실 강원랜드의 Mass 드랍액은 작년 4월 리오프닝 이후 빠르게 V자 반등했다. 코로나19 이후 레저업종 내 주가가 가장 빠르게 반등했던 이유도 이 때문인데... 22년 4~9월까지의 Mass 드랍액이 줄곧 19년 동기간을 상회하며 회복을 가속화했는데, 4Q22는 모든 숫자가 19년 동기간 대비 크게 하회했다. 매출액이 줄어들며 이익의 역레버리지도 크게 발생했다.

1Q23 온전한 정상화로 19년 숫자 상회 중

과연, 4Q22 매출 축소가 일시적일까? 추세적일까? 가장 중요한 업데이트인데, 23년 1~3월 현재까지 Mass 드랍액은 19년 동기간을 대폭 상회하고 있는 것으로 추정된다. 온전한 정상화다. 즉, 4Q22 숫자가 '일시적'이라는 의미인데, 강원랜드의 전체 수요 중 많은 비중이 아무래도 해외여행, 아웃바운드로 많이 이동한 것으로 해석된다.

급격한 항공 노선 회복, PCR/자가격리 등 해외여행의 걸림돌이었던 규제들이 빠르게 나아진 시기였기 때문이다. 그래도 한 개 분기의 숫자로는 강원랜드 트래픽 축소에 대한 의구심이 온전하게는 나아지지 않을 것 같다. 주별/월별 빠른 업데이트가 중요하겠다.

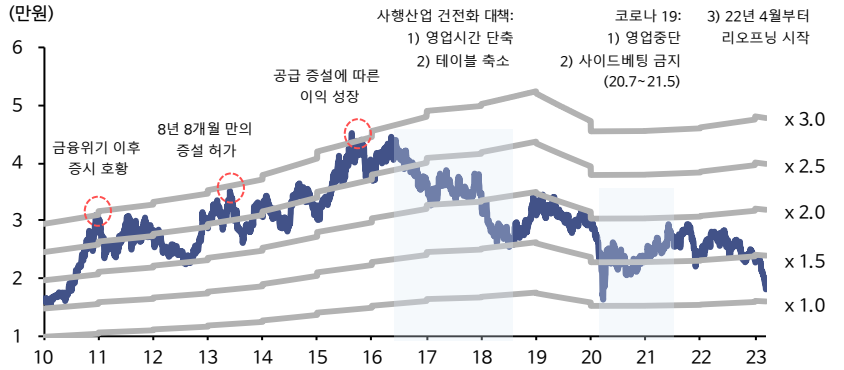
모두가 인정하는 과도한 주가 급락

22년 DPS는 350원이다. 일시적으로 62%(기존 50% 전후)까지 끌어올린 결과다. 그만큼 순현금이 풍부하고, 주주환원 및 주가 관리를 위해 회사가 분명 노력하고 있다는 뜻이다. 비록 강원랜드는 레저업종의 인바운드 모멘텀에서는 열위지만, 하방이 제한적인 '방어주' 역할은 유효해 보인다. 최근 한달 사이 모든 밸류에이션에서 저점을 가리키고 있는 주가도 분명 매우 과도하다. 공급의 핵심인 외인은 작년 한 해동안 사들인 수량을 모두 팔았다. 강원랜드에 대해 투자 의견 BUY, 목표 주가는 2.8만원(23F EPSx코로나 이전 7년치 평균 PER)으로 하향한다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	478.6	(431.6)	(275.9)	(1,289)	15,177	(18.2)	(10.2)	1.5	(7.9)	(43.2)
2021	788.4	(52.7)	(10.6)	(49)	15,204	(486.9)	134.0	1.6	(0.3)	(48.2)
2022F	1,270.7	217.5	115.4	539	15,412	43.0	11.2	1.5	3.5	(48.9)
2023F	1,539.8	421.8	318.6	1,489	16,048	12.2	4.3	1.1	9.5	(50.2)
2024F	1,607.9	465.1	355.9	1,663	16,764	10.9	3.6	1.1	10.1	(52.9)

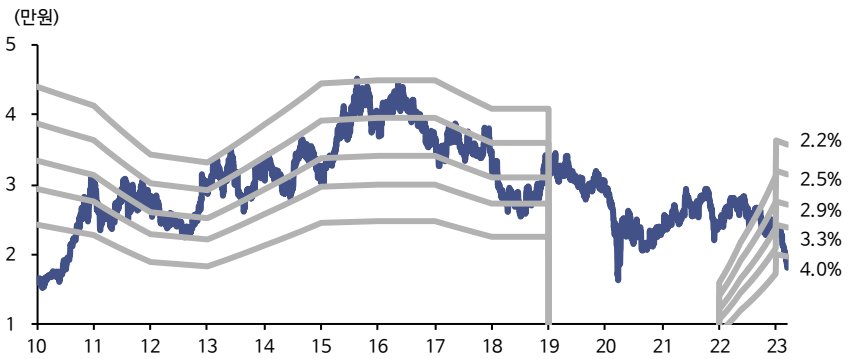
자료: 회사 자료, 신한투자증권

강원랜드 PBR BAND CHART



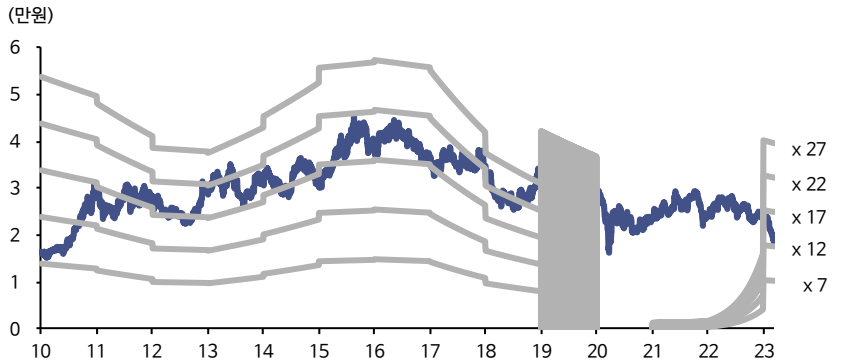
자료: QuantiWise, 신한투자증권

강원랜드 배당 BAND CHART



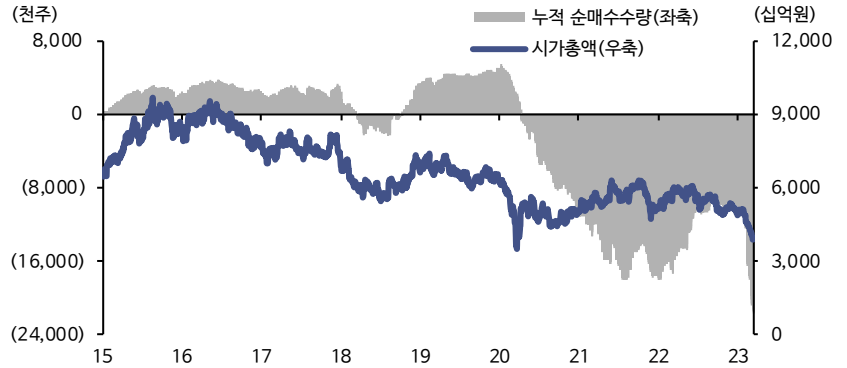
자료: QuantiWise, 신한투자증권

강원랜드 PER BAND CHART



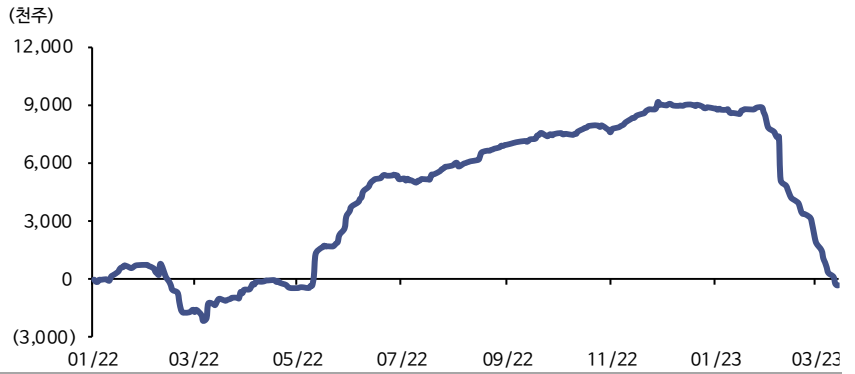
자료: QuantiWise, 신한투자증권

강원랜드 시가총액과 기관+외국인 누적 순매수수량



자료: QuantiWise, 신한투자증권

2022년 이후 강원랜드 외국인 누적 순매수



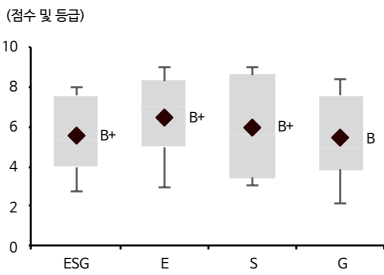
자료: QuantiWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

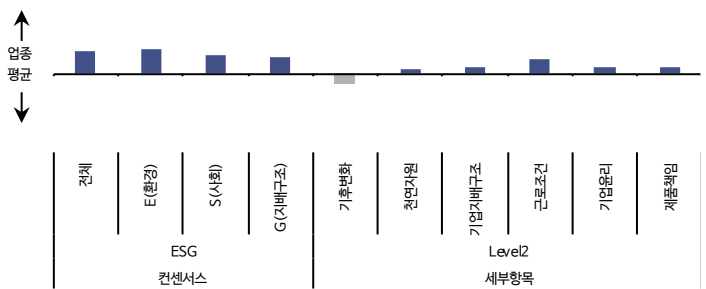
- ◆ 당사는 정부가 51%의 지분을 보유한 공기업으로서 정부 탄소중립 목표에 적극적으로 협조하며 녹색경영(E)
- ◆ 기업으로서 환경 지표도 철저히 관리 중. 기업운영에 있어서도 윤리/반부패/준법 경영, 투명한 지배구조(G)를 지향
- ◆ 폐광지역의 경제 발전을 위해 만들어진 카지노 리조트로서 기본적인 사업 모델은 사회적 책임 이슈(S)에 노출되나,
- ◆ 지역사회 공헌, 협력사와의 동반성장을 이루고, 도박중독관리센터 운영을 통해 도박 위험도 최소화하기 위해 노력

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

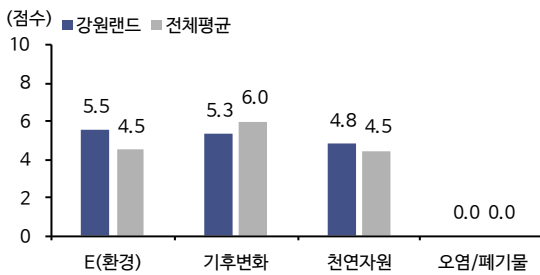
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

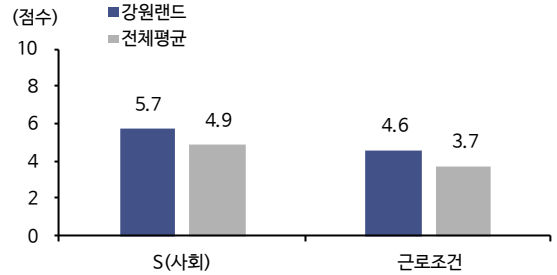
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



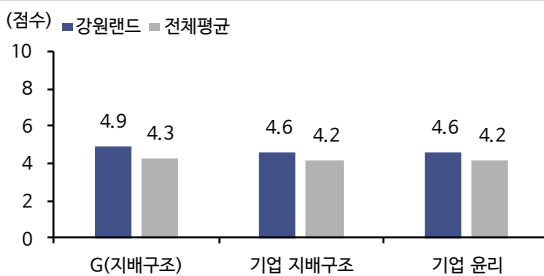
자료: MSCI, 신한투자증권

사회 세부 점수 및 전체평균



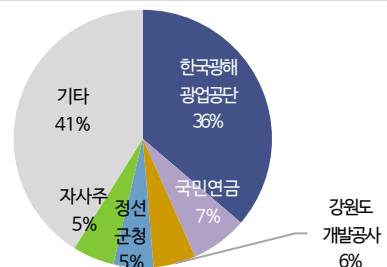
자료: MSCI, 신한투자증권

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권

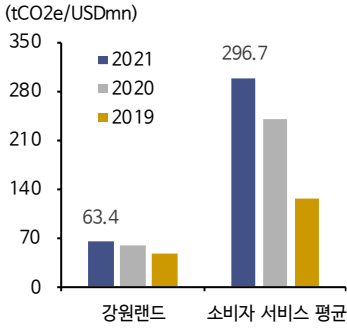
주주 구성



자료: FnGuide, 신한투자증권

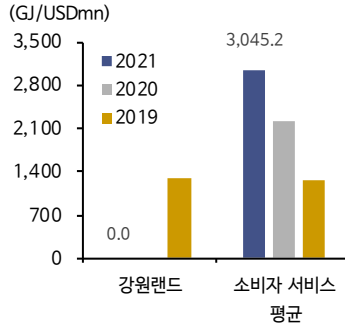
Environment (환경)

온실가스 배출량



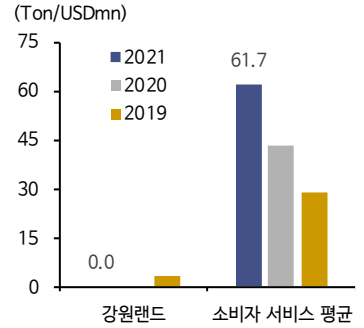
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

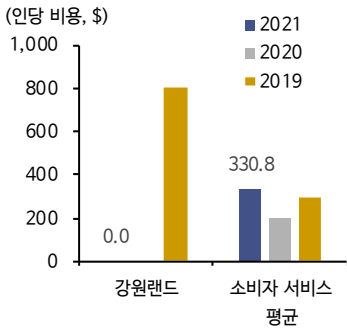
폐기물량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

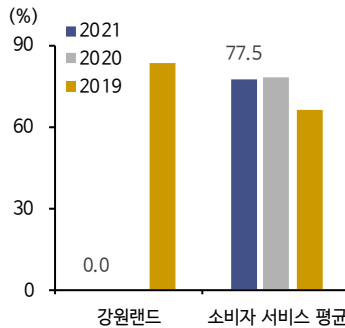
Social (사회)

직원당 트레이닝 비용



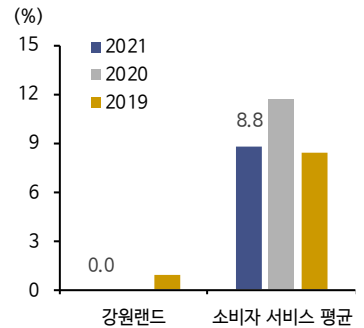
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

고객 만족도



자료: 강원랜드, 신한투자증권

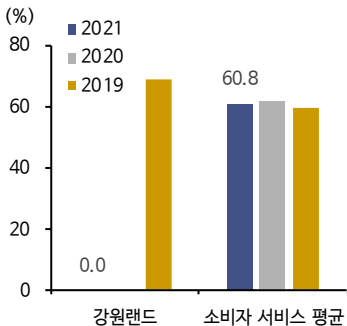
산업재해율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

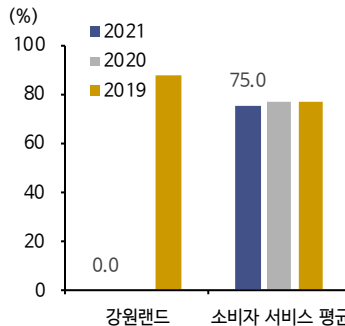
Governance (지배구조)

독립이사 비율



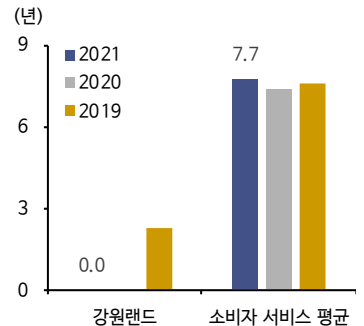
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

사외이사 비율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

이사회 평균 임기



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	3,641.6	3,827.3	3,895.3	4,044.5	4,222.2
유동자산	1,498.2	1,657.0	1,708.0	1,828.1	2,003.5
현금및현금성자산	66.1	206.4	138.8	125.2	237.8
매출채권	2.1	3.4	4.5	6.5	6.8
재고자산	2.2	3.4	1.2	1.8	1.9
비유동자산	2,143.5	2,170.2	2,187.3	2,216.4	2,218.7
유형자산	1,349.4	1,304.0	1,313.2	1,331.2	1,329.3
무형자산	3.8	3.1	2.5	2.1	1.7
투자자산	518.0	566.4	574.8	586.4	591.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	394.6	574.5	598.0	610.5	634.6
유동부채	330.0	506.8	529.3	541.2	565.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	1.2	2.7	4.3	5.2	5.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	64.6	67.7	68.7	69.3	69.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	61.6	65.7	65.7	65.7	65.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,247.0	3,252.8	3,297.4	3,434.0	3,587.6
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타자본	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,184.8	3,190.6	3,235.0	3,371.2	3,524.3
지배주주지분	3,247.0	3,252.8	3,297.2	3,433.4	3,586.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.2	0.6	1.1
*총차입금	64.2	67.9	70.7	71.7	72.0
*순차입금(순현금)	(1,403.2)	(1,569.3)	(1,613.6)	(1,725.1)	(1,898.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(655.7)	210.9	170.8	246.2	393.0
당기순이익	(275.9)	(10.6)	115.5	319.1	356.3
유형자산상각비	76.7	78.6	80.8	82.0	81.9
무형자산상각비	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(295.7)	157.1	21.7	(107.5)	2.2
(법인세납부)	(87.6)	0.0	(52.2)	(101.9)	(113.8)
기타	(73.8)	(14.9)	4.4	54.0	66.0
투자활동으로인한현금흐름	844.6	(73.9)	(165.3)	(190.0)	(98.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(59.0)	(42.9)	(90.0)	(100.0)	(80.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.8)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	10.8	87.2	(8.4)	(11.6)	(4.6)
기타	893.6	(118.2)	(66.9)	(78.4)	(13.6)
FCF	(577.5)	185.2	157.0	305.6	377.1
재무활동으로인한현금흐름	(183.6)	3.3	2.8	(70.0)	(182.2)
차입금의 증가(감소)	(1.1)	3.3	2.8	1.0	0.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(182.5)	0.0	0.0	(71.0)	(182.5)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(75.8)	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5.4	140.3	(67.6)	(13.7)	112.6
기초현금	60.7	66.1	206.4	138.8	125.1
기말현금	66.1	206.4	138.8	125.1	237.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

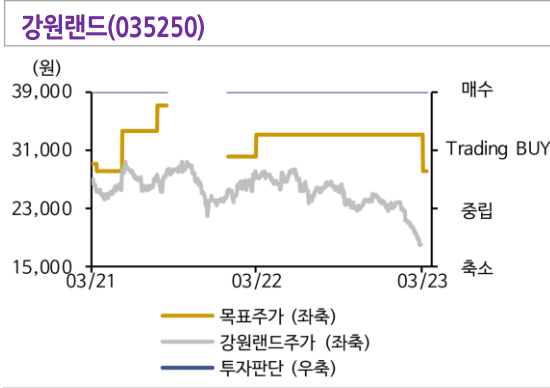
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	478.6	788.4	1,270.7	1,539.8	1,607.9
증감률 (%)	(68.5)	64.7	61.2	21.2	4.4
매출원가	544.5	726.8	921.8	992.1	1,013.0
매출총이익	(65.9)	61.6	348.9	547.7	594.9
매출총이익률 (%)	(13.8)	7.8	27.5	35.6	37.0
판매관리비	365.7	114.3	131.4	126.0	129.7
영업이익	(431.6)	(52.7)	217.5	421.8	465.1
증감률 (%)	적전	적지	흑전	94.0	10.3
영업이익률 (%)	(90.2)	(6.7)	17.1	27.4	28.9
영업외손익	27.1	38.5	(49.7)	(0.8)	5.0
금융손익	45.3	59.1	(31.8)	17.0	17.8
기타영업외손익	(18.7)	(21.3)	4.3	2.2	2.2
종속 및 관계기업관련손익	0.4	0.7	(22.2)	(20.0)	(15.0)
세전계속사업이익	(404.5)	(14.2)	167.7	421.0	470.1
법인세비용	(128.6)	(3.6)	52.2	101.9	113.8
계속사업이익	(275.9)	(10.6)	115.5	319.1	356.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(275.9)	(10.6)	115.5	319.1	356.3
증감률 (%)	적전	적지	흑전	176.2	11.7
순이익률 (%)	(57.6)	(1.3)	9.1	20.7	22.2
(지배주주)당기순이익	(275.9)	(10.6)	115.4	318.6	355.9
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	0.2	0.4	0.5
총포괄이익	(288.3)	5.8	115.5	319.1	356.3
(지배주주)총포괄이익	(288.2)	5.8	115.8	319.9	357.2
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.8)	(0.9)
EBITDA	(354.3)	26.7	298.8	504.3	547.4
증감률 (%)	적전	흑전	1,019.9	68.8	8.6
EBITDA 이익률 (%)	(74.0)	3.4	23.5	32.8	34.0

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(1,290)	(49)	540	1,491	1,666
EPS (지배순이익, 원)	(1,289)	(49)	539	1,489	1,663
BPS (자본총계, 원)	15,177	15,204	15,413	16,051	16,769
BPS (지배지분, 원)	15,177	15,204	15,412	16,048	16,764
DPS (원)	0	0	350	900	1,000
PER (당기순이익, 배)	(18.2)	(486.2)	43.0	12.2	10.9
PER (지배순이익, 배)	(18.2)	(486.9)	43.0	12.2	10.9
PBR (자본총계, 배)	1.5	1.6	1.5	1.1	1.1
PBR (지배지분, 배)	1.5	1.6	1.5	1.1	1.1
EV/EBITDA (배)	(10.2)	134.0	11.2	4.3	3.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	61.5	57.3	57.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.5	5.0	5.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(74.0)	3.4	23.5	32.8	34.0
영업이익률 (%)	(90.2)	(6.7)	17.1	27.4	28.9
현금이익률 (%)	(57.6)	(1.3)	9.1	20.7	22.2
ROA (%)	(6.8)	(0.3)	3.0	8.0	8.6
ROE (지배순이익, %)	(7.9)	(0.3)	3.5	9.5	10.1
ROIC (%)	(45.6)	(5.6)	18.3	38.9	43.2
안정성					
부채비율 (%)	12.2	17.7	18.1	17.8	17.7
순차입금비율 (%)	(43.2)	(48.2)	(48.9)	(50.2)	(52.9)
현금비율 (%)	20.0	40.7	26.2	23.1	42.1
이자보상배율 (배)	(230.1)	(30.8)	121.1	228.6	249.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(1.1)	(2.0)	(2.6)	(3.1)	(3.1)
재고자산회수기간 (일)	2.2	1.3	0.7	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	3.8	1.3	1.1	1.3	1.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 20일	매수	29,000	(13.2)	(6.7)
2021년 03월 31일	매수	28,000	(9.6)	(2.7)
2021년 05월 26일	매수	33,500	(19.2)	(12.2)
2021년 08월 11일	매수	37,000	(27.7)	(25.1)
2021년 09월 01일	커버리지제외		-	-
2022년 01월 13일	매수	30,000	(13.5)	(7.7)
2022년 03월 16일	매수	33,000	(19.7)	(14.1)
2022년 09월 17일	6개월경과		(30.1)	(20.2)
2023년 03월 18일	6개월경과		-	-
2023년 03월 17일	매수	28,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 지인혜)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 03월 15일 기준)

매수 (매수)	94.74%	Trading BUY (중립)	3.16%	중립 (중립)	2.11%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------