



강원랜드 (035250)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	35,000원 (U)
현재주가 (3/25)	26,300원
상승여력	33%

시가총액	56,266억원
총발행주식수	213,940,500주
60일 평균 거래대금	259억원
60일 평균 거래량	1,038,187주
52주 고	27,050원
52주 저	18,450원
외인지분율	22.01%
주요주주	한국광해관리공단 36.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.0	13.9	35.9
상대	9.3	6.2	(23.0)
절대(달러환산)	3.7	10.8	47.5

이해관계자들과의 상생 경영

ESG 지표 측면에서 'S'의 가치가 돋보이는 기업

강원랜드는 공기업이면서 내국인 대상 카지노업을 영위하고 있는 만큼, 공공성을 매우 중시하는 기업. 설립 취지에 맞게, 폐광지역의 사회적, 경제적 주체들과 함께 성장하는 상생 경영을 핵심 가치 중의 하나로 삼고 있음. 지역사회에 경제 부흥을 위한 재원을 조성하는 역할 외에도, 지역 고용문제 해결, 지역 소상공인 및 영세업체와의 경제 협력 등을 통해 다양한 지역 이해관계자들의 니즈를 충족시키고 있음. 또한, 동사는 불법 도박수요를 양성화시켜 국가 자원 확충에 기여하는 동시에, 국가에 의해 카지노 매출을 적정 수준으로 관리받고 있고 카지노 과몰입 예방과 치료를 위한 활동도 병행하고 있어 카지노 공기업으로써의 사회적 신뢰를 유지하기 위해 많은 노력을 기울이고 있음. ESG 측면에선 S의 가치가 돋보인다는 판단

동사가 단기 실적부양에 집착하지 않고 공공성을 유지하면서 지역 이해관계자와의 상생 경영을 추구하고 있는 점은 폐특법 시효 만료 및 신규 오픈 카지노의 허용과 같은 리스크 현실화를 억제하는 사회적 보호막을 형성하는 효과로 작용. 동사에 대해 안정 성장형 배당기업으로서의 영속성을 기대할 수 있게 하는 요인

2022년 실적 정상화 전제시, 주가 상승여력은 충분

한국은행에 의하면, 한국의 실질 GDP 성장률(YoY)은 2021년 3.0%, 2022년 2.5%를 각각 기록할 전망. 당사는 한국은행의 경제 성장 전망치를 참고해 2022년 강원랜드의 카지노 매출총량을 1.67조원으로 전망. 한국 정부의 목표치대로 2021년 11월 코로나 집단면역이 이뤄질 경우, 동사의 2022년 카지노 영업은 정상적으로 이뤄질 수 있을 것

강원랜드의 2022년 실적은 매출액 1.69조원(+50% YoY), 영업이익 5,742억원(+278% YoY), 지배순이익 4,191억원(+278% YoY)으로 추정. 강원랜드의 카지노 GGR은 2019년 1.48조원 → 2022년 1.67조원으로 CAGR 4.0% 성장 전망. 이러한 실적 전망을 반영해, 동사에 대한 목표주가를 기존 3만원 → 3.5만원으로 상향 조정. 신규 목표주가 3.5만원은 2022E EPS 1,959원에 Target PER 18배를 적용해 산출. 동사의 2022E DPS는 920원이며, 2022E DPS 기준 現 시가배당률은 3.6%임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	996	-57.8	-24.1	1,437	-30.7
영업이익	-748	적지	적지	-200	-273.4
세전계속사업이익	-762	적지	적지	82	-1,028.8
지배순이익	-527	적지	적지	-149	-253.0
영업이익률 (%)	-75.1	적지	적지	-13.9	-61.2 %pt
지배순이익률 (%)	-52.9	적지	적지	-10.4	-42.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	15,201	4,786	11,278	16,932
영업이익	5,012	-4,316	1,520	5,742
지배순이익	3,347	-2,759	1,115	4,191
PER	19.8	-18.1	50.5	13.4
PBR	1.7	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.5	-10.1	18.1	6.0
ROE	9.2	-7.9	3.4	12.4

자료: 유안타증권

[표 1] 강원랜드 연결 실적 추이 및 전망

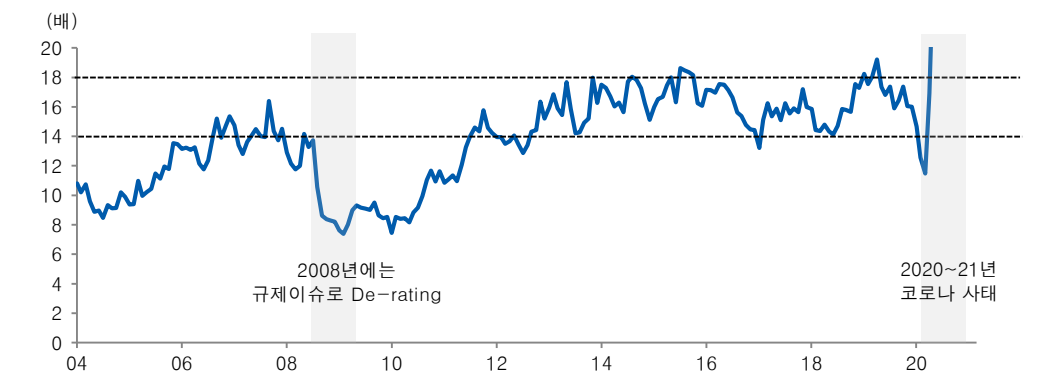
(단위: 억원)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
[카지노지표]																
카지노방문객(만명)	245	291	304	309	298	302	307	301	313	317	311	285	290	60	-	-
(YoY)	37%	19%	4%	2%	-3%	1%	1%	-2%	4%	1%	-2%	-8%	2%	-79%	-	-
드롭액	60,712	62,514	65,314	63,140	57,657	57,505	58,540	62,236	67,392	70,424	66,387	61,345	65,302	19,440	-	-
(YoY)	15%	3%	4%	-3%	-9%	0%	2%	6%	8%	4%	-6%	-8%	6%	-70%	-	-
홀드율	16.0%	17.0%	17.7%	19.9%	20.6%	21.1%	21.8%	22.8%	23.1%	23.1%	22.9%	22.8%	22.7%	22.8%	-	-
카지노 총매출액	9,705	10,658	11,538	12,533	11,857	12,092	12,787	14,249	15,601	16,293	15,228	14,001	14,817	4,435	11,135	16,660
일반테이블	5,177	5,852	6,138	6,606	6,476	6,382	6,436	6,728	7,232	7,514	6,851	6,259	6,590	1,583	4,725	7,410
VIP 테이블	2,942	2,569	2,458	2,379	1,728	1,937	2,045	2,599	2,676	2,731	2,585	2,228	2,482	1,306	2,191	2,791
머신	1,586	2,237	2,942	3,548	3,653	3,773	4,306	4,922	5,692	6,048	5,792	5,514	5,745	1,546	4,219	6,460
매출액	10,665	11,493	12,067	13,137	12,657	12,962	13,613	14,965	16,337	16,965	15,478	14,381	15,201	4,786	11,278	16,932
카지노	9,705	10,658	11,538	12,533	11,857	12,092	12,787	14,249	15,601	16,293	15,228	12,738	13,423	4,043	10,114	15,095
비카지노	960	835	529	604	800	831	840	779	776	775	819	1,643	1,778	742	1,164	1,837
영업비용	6,483	6,785	7,416	7,426	7,771	8,894	9,732	9,834	10,383	10,779	10,169	10,074	10,160	9,102	9,758	11,189
컴프	1,565	1,345	1,133	1,021	1,146	1,280	1,422	1,414	1,523	1,557	1,608	109	97	41	102	152
인건비	1,385	1,484	1,945	1,480	1,602	1,881	2,380	2,069	2,183	2,315	2,364	2,826	2,422	2,878	2,912	3,035
감가상각비	324	367	483	523	520	530	597	575	559	576	578	622	646	663	676	676
관광진흥개발기금	965	1,061	1,156	1,251	1,181	1,204	1,274	1,417	1,556	1,622	1,518	1,395	1,476	438	1,011	1,509
개별소비세	-	-	-	-	-	590	626	700	772	807	753	689	731	192	529	770
폐광지역개발기금	906	994	1,114	1,247	1,157	1,155	1,144	1,434	1,617	1,665	1,582	1,248	1,455	2,250	1,448	2,166
기타	1,339	1,535	1,584	1,904	2,165	2,254	2,289	2,224	2,173	2,236	2,347	3,184	3,280	2,486	3,080	2,880
영업이익	4,182	4,708	4,650	5,711	4,885	4,068	3,880	5,132	5,954	6,186	5,309	4,307	5,041	-4,316	1,520	5,742
OPM	39%	41%	39%	43%	39%	31%	29%	34%	36%	36%	34%	30%	33%	-90%	13%	34%
지배순이익	2,928	3,093	3,900	4,224	3,812	3,062	2,976	3,593	4,416	4,545	4,375	2,972	3,351	-2,759	1,115	4,191
NIM	27%	27%	32%	32%	30%	24%	22%	24%	27%	27%	28%	21%	22%	-58%	10%	25%
성장성(YoY)																
매출액	23%	8%	5%	9%	-4%	2%	5%	10%	9%	4%	-	-7%	6%	-69%	136%	50%
영업이익	28%	13%	-1%	23%	-14%	-17%	-5%	32%	16%	4%	-14%	-19%	17%	적전	흑전	278%
지배순이익	18%	6%	26%	8%	-10%	-20%	-3%	21%	23%	3%	-4%	-32%	13%	적전	흑전	276%

주: 2018년 K-IFRS 1115호 도입

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 강원랜드, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

결론 : 이해관계자와의 상생경영을 통해 영속기업이 되다

1970년대 후반 이후 신자유주의가 전세계적으로 확산되면서 기업들은 실적관리, 배당, 자사주 매입 등의 방식으로 주가를 부양해 주주 이익을 극대화하는 주주 자본주의를 존재의 근간으로 삼았다. 특히, 신자유주의의 본산인 미국의 경우 기업들의 ROE 지표가 경이로울 정도로 좋은 편이다. 이는 노동시장이 유연화되어 있는 환경 속에서 철저한 비용관리를 수반함으로써 호실적을 유지하고, 자사주 매입과 배당 등을 통해 주주환원을 도모하는 동시에 자기자본 규모를 슬림하게 만든 점에 기인하는 것이다.

그러나, 주주 자본주의는 사회의 양극화를 심화시키고 위기 상황에서의 기업 기초체력을 훼손시킬 수 있다. 2020년 팬데믹은 현금 유보금이 적은 기업, 디지털 사업에 대한 전략적 투자가 미흡했던 기업들에 타격을 입혔다. 2020년 연초에 개최됐던 다보스 포럼에선 ‘이해관계자 자본주의(Stakeholder Capitalism)’라는 새로운 키워드가 제시됐다. 이에 따르면, 기업의 존재 목적은 주주 외에도 소비자, 임직원, 협력업체, 지역공동체 등 모든 이해관계자에게 봉사하는 것이다. 경영적 판단에 있어 다양한 이해관계자들을 고려하는 것이 장기적으로 지속 가능한 성장을 달성하는데 도움이 될 수 있다. 이해관계자 자본주의의 연장선에서 조명받고 있는 것이 ESG(환경, 사회, 지배구조) 경영이다. 경영자가 ESG 지표를 중시할수록, 예상치 못했던 리스크가 예방되는 효과가 있다.

강원랜드는 공기업이면서 내국인 대상 카지노업을 영위하고 있는 만큼, 공공성을 매우 중시하는 기업이다. 설립 취지에 맞게, 폐광지역의 사회적, 경제적 주체들과 함께 성장하는 상생 경영을 핵심 가치 중의 하나로 삼고 있다. 지역사회의 경제 부흥을 위한 재원을 조성하는 역할 외에도, 지역 고용문제 해결, 지역 소상공인 및 영세업체와의 경제 협력 등을 통해 다양한 지역 이해관계자들의 니즈를 충족시키고 있다. 또한, 동사는 불법 도박수요를 양성화시켜 국가 재원 확충에 기여하는 동시에, 국가에 의해 카지노 매출을 적정 수준으로 관리받고 있고 카지노 과몰입 예방과 치료를 위한 활동도 병행하고 있어 카지노 공기업으로써의 사회적 신뢰를 유지하기 위해 많은 노력을 기울이고 있다. **동사는 ESG 측면에선 S의 가치가 돋보인다.**

최근 강원랜드의 내국인 카지노 출입을 허용하는 근거 법령인 『폐광지역 개발 지원에 관한 특별법』의 시효가 2025년 → 2045년으로 연장됐다. 투자자 입장에서, 강원랜드 주식에 투자할 경우 발생 가능한 최대 리스크는 폐특법 시효 만료와 새로운 오픈 카지노(내국인 출입 가능 카지노)의 허용이 될 것이다. 강원랜드가 단기 실적부양에 집착하지 않고 공공성을 유지하면서 지역 이해관계자와의 상생 경영을 추구하고 있는 점은 폐특법 시효 만료 및 신규 오픈 카지노의 허용과 같은 리스크 현실화를 억제하는 사회적 보호막을 형성하는 효과로 작용하고 있다.

강원랜드는 폐광지역 경제부흥을 비롯한 정부 사업에 필요한 재원을 마련하는 역할을 한다. 강원랜드의 카지노 매출액 대비 조세기금 비율은 30~40%대에 달하고 있다. 강원랜드는 매년 순이익의 절반 가량을 배당에 사용한다. 강원랜드 주주의 51%가 공공주주들인 관계로, 배당금의 절반 가량도 공공 재원으로 활용된다. 강원랜드를 둘러싸고 있는 이해관계자들이 많은 만큼, 강원랜드는 안정 성장형 배당기업으로써 영속성을 기대할 수 있다.

강원랜드 설립 배경 및 주요 주주들

한국의 카지노는 『관광진흥법』에 의거해 내국인 출입이 금지된다. 다만, 강원랜드만은 『폐광지역 개발 지원에 관한 특별법』에 의거해 내국인의 카지노 출입이 허용된다. 강원랜드는 폐광법의 시효 만료시점인 2045년까지 내국인 카지노 영업이 가능하며, 폐광법 시효 종료 이후부터는 외국인 전용카지노로 자동 전환된다.

강원랜드는 시장형 공기업이다. 내국인의 불법 도박수요를 양성화해 폐광지역 개발 지원을 위한 공적 자금을 조성하는 책무를 부여받고 있는만큼 공공성이 증시되는 기업이다. 강원랜드는 공기업만큼 정부에서 대표이사를 추천해 주주총회를 거쳐 선임되고 있는데, 동사의 역대 대표이사 들로는 강원랜드의 설립 목적과 공공성 유지에 부합하는 인물들이 주로 선택되고 있다.

[표 2] 강원랜드 역대 대표이사 리스트

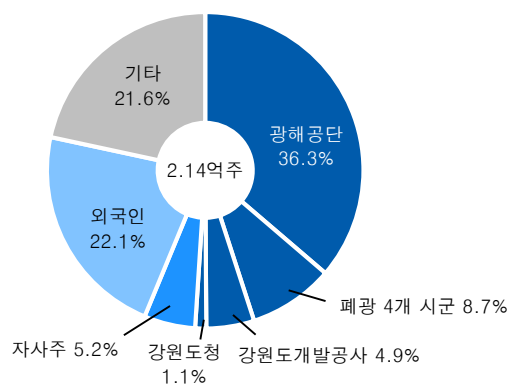
	성명	임기	주요 이력
1대	서병기	1998~1999	경기은행 지점장, 전기안전공사 감사
2대	김광식	1999~2002	석탄산업합리화사업단 이사장
3대	오강현	2002~2003	김대중 정부 산업자문부 차관보
4대	김진모	2003~2006	석탄산업합리화사업단 이사장
5대	조기승	2006~2009	LG 필립스디스플레이 공동대표
6대	최영	2009~2011	이명박 서울시장의 경영기획실장
7대	최홍집	2011~2014	한나라당 김진선 강원도지사의 정무부지사
8대	함승희	2014~2017	천박연대 공천심사위원장 및 최고위원, 국회의원
9대	문태곤	2017.12 ~ 2021.03	노무현 정부 대통령비서실 공직기강비서관, 감사원 제2사무차장
10대	이삼걸	2021.03 ~	행정안전부 제2차관

자료: 유안타증권 리서치센터

폐광법은 석탄산업의 사양화로 인해 낙후된 폐광지역 경제를 진흥시켜 지역간의 균형있는 발전과 주민의 생활향상을 도모하기 위해 제정된 특별법이다. 동 법안에 근거해 설립된 강원랜드는 한국광해관리공단, 폐광 4개 시군, 강원도개발공사, 강원도청 등 7개의 강원도 지역 공공주주들이 51%의 지분을 확보하고 있다. 이들은 강원랜드가 카지노 사업을 통해 창출한 FCF의 일부를 폐광기금 또는 배당금으로 받아간다. 강원랜드가 지급하는 현금은 공단과 지자체의 재원으로 활용된다. 1대 주주인 한국광해관리공단(지분율 36.3%)은 자체수입이 없는 기관으로 정부 보조금과 강원랜드의 배당금을 기반으로 운영되는 조직이다. 폐광 4개 시군(합산 지분율 8.7%)은 재정자립도가 낮은 지자체들인 관계로 강원랜드가 지급하는 폐광기금과 배당금이 연간 지자체 운영에 있어 큰 보탬이 된다.

소액주주 중에서는 외국인 지분율이 20~30%대 수준으로 유지되고 있다. 외국인 주주 중에서는 강원랜드의 안정적인 배당지급능력에 주목한 연기금, 배당펀드 등이 많은 것으로 파악된다.

[그림 2] 강원랜드 주주 구성 - 공공지분이 51% 차지



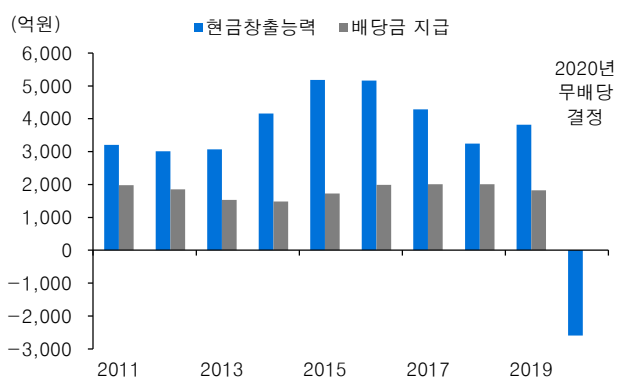
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 강원랜드 외국인 지분을 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

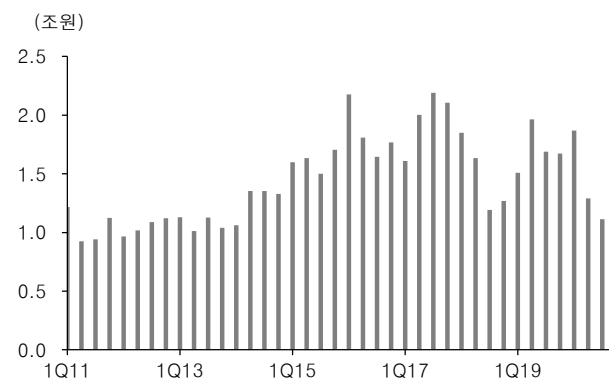
[그림 4] 강원랜드 현금창출능력 및 배당금 추이



주: 현금창출능력 = EBITDA - Capex - 순이자비용 - 법인세비용

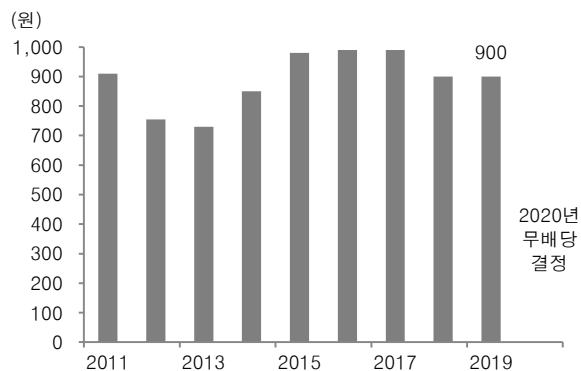
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 강원랜드 순현금 추이



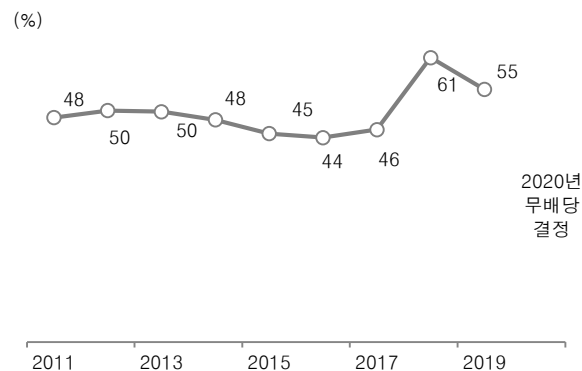
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 강원랜드 DPS 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 강원랜드 배당성향 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

최대주주 : 한국광해관리공단

강원랜드의 최대주주인 한국광해관리공단의 주요 사업은 아래와 같이 크게 6가지로 분류된다. 사업 재원은 정부보조금과 강원랜드의 배당금이다.

- 1) **광해방지사업** : 광산개발 과정에서 발생된 광해요인을 제거하고 훼손된 자연환경을 복원하여 국민의 건강보호, 지역주민의 주거환경 개선 및 지역경제 활성화 도모. 광산개발 초기단계부터 광해발생의 차단을 통해 친환경적 광산개발을 도모하고 지속적인 사후관리로 광해의 재발 방지
- 2) **탄가안정대책사업** : 서민생활보호 및 석탄산업 기반 유지를 위해 석탄과 연탄의 판매가격을 고시가격으로 지정해 생산원가와 판매가격의 차액 보전
- 3) **폐광대책사업** : 생산 한계 탄광의 추가 폐광이 불가피할 경우를 대비해 석탄산업법령 및 폐광대책비 지급 기준안을 마련해 운용. 폐광에 따른 이직근로자들의 생활안정 도모, 재해위로금 지급
- 4) **저소득층연탄보조사업** : 2007년부터 시작된 정부의 급격한 연탄가격인상정책에 대한 보완 조치로서 연탄사용 저소득층(기초생활수급, 차상위, 소외계층 가구)에 대해 연탄가격인상분만큼의 쿠폰지원을 통하여 난방비 부담 완화 및 에너지복지에 기여
- 5) **직장어린이집보조사업** : 직장어린이집으로서의 요건을 충족하는 경우 교재교구비의 일부와 직장어린이집의 보육교사 등에 대한 인건비의 일부 지원
- 6) **광해관리공단자체사업** : 탄광근로자 자녀학자금 지원 및 광산지역 진흥사업, 석탄에너지 공급관리사업

[표 3] 한국광해관리공단 부문별 사업비용 추이

(단위: 억원)

사업 구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
광해방지사업	820	867	800	815	640	784
탄가안정대책보조사업	2,365	2,150	2,029	1,759	1,518	996
폐광대책사업	161	671	35	433	285	748
저소득층연탄보조사업	119	131	147	88	242	327
직장어린이집보조사업	-	-	1	1	1	1
광해관리공단자체사업	160	105	222	147	98	96

자료: 한국광해관리공단, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 한국광해관리공단 손익계산서 - 정부보조금과 강원랜드 배당금으로 운영비용 충당

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	3,417	3,768	2,937	2,525	2,044	2,563
용역제공	47	46	42	44	64	67
- 회관임대	38	38	38	40	43	45
- 검사수수료	1	1	0	0	1	0
- 검정용역	0	0	0	0	0	0
- 광해용역	8	8	4	4	20	21
수탁사업	15	12	30	35	19	31
이전수입(정부보조금)	3,354	3,707	2,863	2,444	1,959	2,463
- 가격지원금	2,365	2,150	2,029	-	-	-
- 폐광대책사업보조금	161	671	35	433	285	748
- 광해관리공단출연수입	709	755	650	1,921	1,431	1,388
- 저소득층연탄보조금	119	131	147	88	242	327
- 직장어린이집 보조금	-	1	1	1	1	1
로열티	0	0	0	0	0	0
이자	2	2	2	2	2	2
영업비용	3,796	4,128	3,426	3,375	2,960	3,134
직접사업비용	3,506	3,799	3,056	2,992	2,600	2,737
수탁사업비용	7	12	30	35	19	31
관리운영비	282	316	341	348	341	366
영업이익	-378	-360	-489	-850	-917	-517
영업외손익	1,029	1,655	1,708	1,642	1,115	1,285
배당금수익	566	659	760	768	768	698
지분법이익	1,011	1,639	1,689	1,627	1,098	1,273
세전이익	651	1,295	1,219	792	197	714
순이익	547	858	910	583	-302	557

자료: 한국광해관리공단, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 한국광해관리공단 연혁



자료: 한국광해관리공단

한국광해광업공단 출범

『한국광해광업공단법』(2021년 3월 제정)에 의거해, 한국광해관리공단은 2021년 9월부터 한국광물자원공사와 합병해 한국광해광업공단으로 출범한다. 이는 완전 자본잠식 상태에 빠진 한국광물자원공사의 파산을 막기 위한 조치이다.

한국광해광업공단은 『한국광해광업공단법』에 의거해 강원랜드의 지분과 배당금을 舊한국광물자원공사의 해외자산계정 운용 및 부채관리를 목적으로 매각, 대여 또는 담보설정을 할 수 없다. 舊한국광물자원공사의 부실을 메우기 위한 목적으로 강원랜드 자산을 활용할 수 없다는 점이 법률로써 명확히 규정되어 있는 것이다.

참고로, 한국광물자원공사는 2021년 해외자원개발 투자사업의 매각을 계획하고 있다. 매각 대상 자산규모는 3.19조원 규모이다. 한국광물자원공사의 순차입금은 2019년 기준 5.9조원에 달하고 있어 매각 대상인 투자사업의 가치를 높게 평가받는 것이 중요하다.

[표 5] 한국광해관리공단 및 한국광물자원공사의 재무제표

(단위: 억원)

	한국광해관리공단			한국광물자원공사			2개사 합산		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
매출액	2,526	2,044	2,563	7,229	6,383	5,140	9,754	8,427	7,703
매출총이익	-502	-575	-205	-893	-3,703	-4,242	-1,395	-4,279	-4,447
GPM	-20%	-28%	-8%	-12%	-58%	-83%	-14%	-51%	-58%
영업이익	-851	-918	-571	-1,787	-4,326	-5,051	-2,638	-5,244	-5,622
OPM	-34%	-45%	-22%	-25%	-68%	-98%	-27%	-62%	-73%
순이익	583	-302	557	-4,106	-6,861	-5,638	-3,523	-7,162	-5,081
NIM	23%	-15%	22%	-57%	-107%	-110%	-36%	-85%	-66%
자산총계	16,003	16,142	16,829	41,518	39,598	39,342	57,521	55,740	56,171
부채총계	3,245	3,715	3,884	54,342	59,241	64,133	57,587	62,955	68,017
자본총계	12,758	12,427	12,945	-12,823	-19,643	-24,792	-66	-7,216	-11,846
순차입금	-544	-259	-254	50,951	54,539	59,177	50,407	54,279	58,923

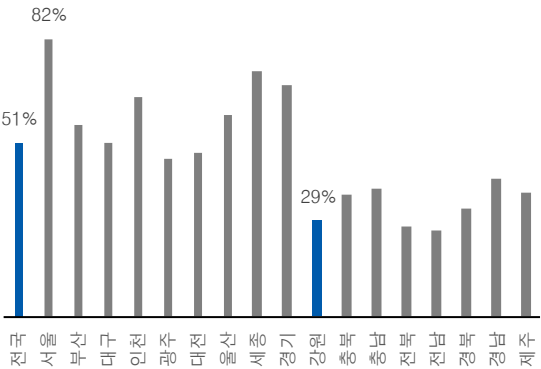
자료: 공공기관 경영정보 공개시스템, 유안타증권 리서치센터

강원도청과 폐광 4개 시군

강원도 지자체 중에서, 강원도청과 폐광 4개 시군들이 강원랜드의 주주로 참여하고 있다. 각각의 지자체들이 보유 중인 강원랜드 지분(총 9.9%)은 정선군 5.0%, 삼척시 1.3%, 태백시 1.3%, 강원도청 1.1%, 영월군 1.1%이다. 강원랜드의 연평균 배당금(2016~19년)은 2,000억원 수준인데, 이 중에서 200억원 가량이 강원도청과 폐광 4개 시군으로 배분된다. 또한, 강원랜드의 연평균 폐광기금(2016~19년)은 1,500억원 수준이다. 동 기금은 폐광 7개 시군(강원 태백·삼척·영월·정선, 충남 보령, 전남 화순, 경북 문경)에 배분되는데, 강원도 폐광 4개 시군에 가장 많은 금액이 지원된다. 강원도 폐광 4개 시군들은 강원랜드의 설립 기반이며, 강원랜드 지분과 폐광기금을 통해 경제·사회적으로 강한 결속 관계를 맺고 있다. 폐광 지역에 대한 재정적 지원 필요성은 강원랜드가 지금까지 내국인 카지노 시장을 독점할 수 있었던 핵심요인으로 작용하고 있다.

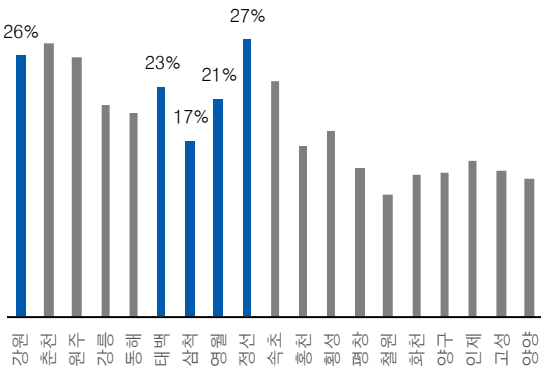
한국의 전국 지자체들의 재정자립도는 2019년 51%를 기록했다. 강원 지역의 재정자립도는 29%로 하위권에 속한다. 인구가 적고 기업이 많지 않기 때문이다. 이 중에서, 강원도청의 재정자립도는 26%, 강원도 폐광 4개 시군들의 재정자립도는 10~20%대로 낮게 형성되어 있다. 재정자립도 지표는 지방세와 세외수입 등 자체 재원만으로 지자체 예산의 어느 정도까지 충당할 수 있는지를 보는 지표이다. 자체적으로 조달하는 재원 외의 부족분에 대해서는 중앙 정부가 국고보조금과 지방교부금 등을 통해 지원해주는 구조이다. 강원도 폐광 4개 시군의 자체 재원에는 강원랜드의 배당금과 폐광기금이 포함되는데, 강원랜드가 없을 경우 이들 시군의 재정자립도는 현저하게 낮아질 수 밖에 없다.

[그림 9] 전국 지역별 재정자립도 비교 (2019년 기준)



주: 재정자립도 = (지방세 + 세외수입) / 자치단체 예산규모
자료: 행정안전부, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 강원도 지자체별 재정자립도 비교 (2019년 기준)



주: 재정자립도 = (지방세 + 세외수입) / 자치단체 예산규모
자료: 행정안전부, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 2019년 폐광 4개 시군 예산

(단위: 억원)

지자체	합계 (A+B)	일반+기타특별회계			공기업 특별회계(B)
		소계(A)	일반	기타	
태백시	3,785	3,681	3,342	339	104
삼척시	5,468	5,290	5,042	248	178
영월군	3,962	3,766	3,624	142	196
정선군	4,168	4,059	3,843	216	109

자료: 행정안전부, 유안타증권 리서치센터

카지노 사업

대규모 국책사업이 시행될 경우, 국가는 재원 확보를 목적으로 보통 국채를 발행하거나 세금을 추가로 징수한다. 화폐를 발행하는 경우도 있다. 조선시대 흥선대원군은 경복궁 중건 비용으로 조세 징수 외에 화폐발행(당백전)을 통해 재원을 마련했던 사례가 있다. 하지만, 화폐발행은 인플레이션의 원인으로 작용하는 관계로, 심각한 부작용을 야기한다.

국가는 국책사업의 재원마련 목적으로 도박시장의 양성화를 추진하기도 한다. 복권을 예로 들면 이해가 편할 것이다. 과거 진나라에서는 만리장성 건립 등 국방비 조달 목적으로 복권을 발행했다고 한다. 미국의 제3대 대통령인 토머스 제퍼슨은 복권이 “강제력을 수반하지 않고 공공재원을 조성할 수 있는 희생 없는 조세”라고 밝힌 바 있다. 국가는 복권 발행을 통해 형성한 재원을 가지고 재정적자를 줄이거나, 공항, 도로, 항만 등 사회간접자본을 확충할 수 있다.

자본주의 국가들 중에선 합법적인 도박산업을 운영하는 국가가 다수를 형성하고 있다. 인간의 속성상 도박의 근절이 불가능하다면, 차라리 불법 도박시장을 양성화해서 이를 안전하게 관리하고 세금을 부과해 국가 사업의 재원으로 활용하는 것이 합리적이란 것이다. 이러한 관점에서, 한국의 7대 사행산업(카지노, 경마, 경륜, 경정, 복권, 체육진흥투표권, 소싸움경기)도 국가가 합법적으로 관리하고 있다. 한국의 도박시장(합법 + 불법)은 2019년 기준 총매출 120조원에 육박하는 것으로 추정된다. 합법시장과 불법시장은 각각 37조원, 82조원 수준이다. 불법시장 규모가 합법시장 대비 최소 2배 이상이란 것은 그만큼 합법시장의 성장 여력이 많이 남아있다는 것을 의미한다. 다만, 국가가 도박산업을 장려함으로써 사회적 혼란을 야기시킬 순 없기 때문에, 한국의 전체 GDP에서 일정 비율만큼만을 합법 사행산업의 매출총량으로 규정해 관리되고 있다. 한국 7대 사행산업의 매출총량은 2014년부터 전체 GDP의 0.54%로 고정되어 있다.

[표 7] 한국 도박 시장 규모

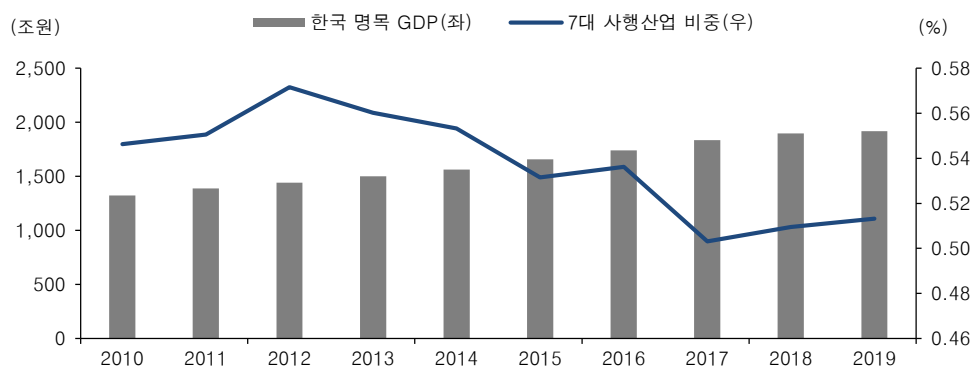
(단위: 억원)

7대 합법 사행산업 매출액 (2019년)				불법도박 매출액 (제4차 실태조사 기준; 2018.09~2019.08)		
		총매출	순매출		총매출	순매출
카지노	강원랜드	65,302	14,816	불법 온라인 카지노	106,250	11,864
	외인카지노	109,995	14,489	사설 카지노	74,956	10,872
경마		73,572	19,724	불법 하우스	36,655	4,292
경륜		18,337	5,130	불법 사행성 게임장	149,806	23,223
경정		5,994	1,674	불법 스포츠 도박	205,106	11,519
복권		47,933	23,525	온라인 즉석 및 실시간 게임	81,591	8,890
체육진흥투표권		51,099	19,066	불법 웹보드 게임	53,770	10,308
소싸움경기		267	74	불법 경마	68,898	8,275
				불법 경륜	23,761	2,033
				불법 경정	10,849	1,038
				불법 소싸움	3,832	122
합계		372,498	98,498	합계	815,474	92,436

주: 카지노의 총매출은 드롭액으로 정의함

자료: 사행산업통합감독위원회, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 한국 GDP 대비 7대 사행산업 매출액 비중 추이



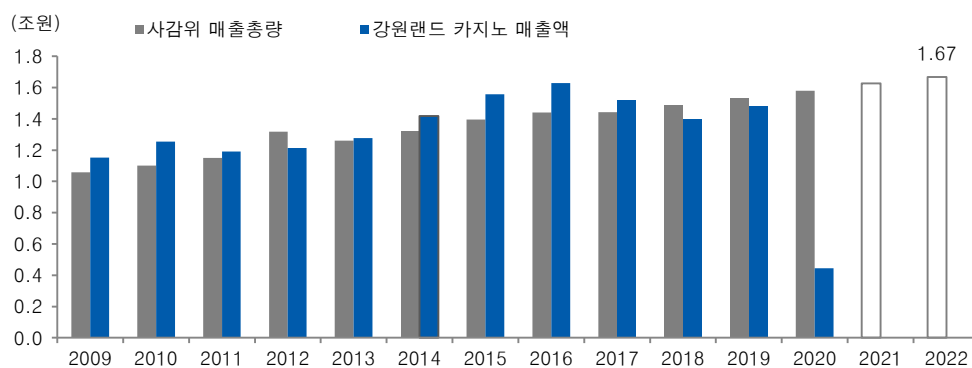
자료: 사행산업통합감독위원회, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

강원랜드 카지노, 국가에 의한 매출 관리 구조

사행산업통합감독위원회는 2007년 『사행산업통합감독위원회법』에 근거해 설립됐다. 2006년 불법도박 ‘바다이야기’ 사건을 계기로 도박중독 및 가정파탄과 같은 사회적 부작용이 발생하자 사행산업을 관리/감독해야 할 필요성이 대두됐기 때문이다.

사감위는 2009년부터 7대 사행산업에 대해 매출총량을 설정하고 있다. 7대 사행산업 중의 하나인 카지노업을 영위하는 강원랜드는 2000년대까지만 해도 고속성장 기업으로 분류됐던 바 있으나, 2010년대부터 사감위가 카지노 매출총량을 제시함에 따라 국가에 의해 매출을 관리받는 안정 성장형 기업으로 변모했다.

[그림 12] 강원랜드 카지노 매출총량 및 카지노 매출액 추이 및 전망



자료: 사행산업통합감독위원회, 유안타증권 리서치센터

건전 게임문화 정착을 위한 자체 활동

강원랜드는 2001년 9월 도박중독관리센터를 개설해 카지노 과몰입 예방과 치료를 위한 활동을 지원하고 있다. 건전게임지킴이(TFM: Trained Field Mediator) 제도를 도입해 24시간 모니터링 조직을 운영하고 있다. TFM의 주요 업무는 카지노 고객 및 직원에 대한 기본적인 예방상담과 교육을 실시하고, 위기고객 및 고위험 직원 등의 도박중독관리센터 상담을 유도하며, 영업장 내 도박중독 예방을 홍보하는 업무이다. 또한, 중독관리센터에서 3년간 본인 출입제한 요청을 할 경우, 1인 1회에 한해 귀가여비 6만원을 지급한다.

게임의 과몰입을 예방하고 도박 중독 예방정책의 실효성을 제고하기 위해 자발적 자기통제 제도도 운영 중에 있다. 게임금액 자기통제제도, 전자카드 이용금액 자가설정, 머신 건전게임존, 자발적 출입제한제도 등이 대표적이다.

[그림 13] 강원랜드의 자기통제제도

게임금액 자기통제제도

고객이 카지노 입장시 소정의 게임금액 외에 현금과 카드는 보관소에 맡겨 스스로 게임금액을 통제하도록 하는 제도. 2019년 1,566명이 동 제도를 이용해 전년대비 74%의 이용 증가율을 보임

출입일수 자기통제 '나의 선택'

자발적으로 카지노 출입을 제한하는 출입일수 자기통제제도 '나의 선택'을 운영 중. '나의 선택'은 월 최대 15일까지 출입할 수 있는 카지노 출입일수를 고객 본인이 자발적으로 선택해 월 1일~14일로 줄이고 축소기간에 인센티브를 지급하는 제도

머신 건전 게임존

1명이 최대 30분 동안 게임 가능한 머신 건전 게임존을 연중 상시 정식 운영으로 확대

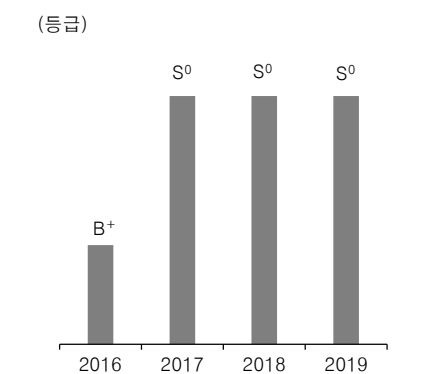
자료: 강원랜드

강원랜드 카지노는 월 15일을 초과해 입장할 수 없다. 여기에, 2017년 4월부터는 카지노 과몰입자 축소를 위한 냉각기 제도가 도입됐다. 동 제도는 2개월 연속으로 월 15일 출입, 분기 30일 초과 출입, 2분기 연속 분기 30일 초과 출입한 고객에 대해 전자카드를 의무적으로 발급받게 하며 일정기간(1~3개월) 또는 영구적으로 출입을 금지시키는 제도이다.

건전 게임문화 정착을 위한 이러한 활동들은 동사의 지속 가능 성장을 위한 필수 요소인 것으로 판단된다. 카지노 과몰입에 따른 사회적 비용이 과다하게 발생할 경우, 폐광지역 경제 진흥을 위한 재원 마련의 당위성이 훼손될 수 있기 때문이다.

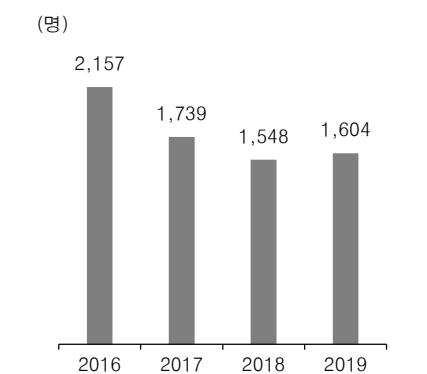
사감위는 매년 합법 사행산업 기업들에 대해 건전화 평가등급을 부여하고 있다. 평가등급은 10개 구간으로 구성되며 최하등급인 D⁰부터 최상등급인 S⁺ 까지로 구분된다. 강원랜드는 2016년 9개 평가대상기관 중에서 건전화 평가등급 B⁺로 8위에 머물렀으나 2017~19년엔 상위등급인 S⁰ 등급을 획득했다. 2019년 9개 평가대상기관 중에선 2위에 해당하는 최상위 평가결과를 얻어낸 것이다. 실제로, 동 기간 카지노 과몰입고객수는 2,157명 → 1,604명으로 축소됐고, 게임금액 자기통제제도 이용자수는 230명 → 1,566명으로 확대되는 성과를 거뒀다.

[그림 14] 강원랜드의 사행산업 건전화 평가등급 추이



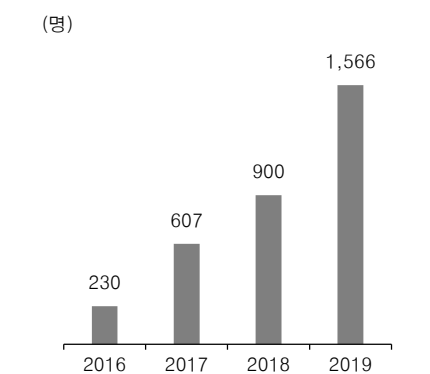
자료: 사행산업통합감독위원회

[그림 15] 강원랜드 카지노 과몰입 고객수 추이



자료: 강원랜드

[그림 16] 강원랜드 게임금액 자기통제제도 이용자 추이

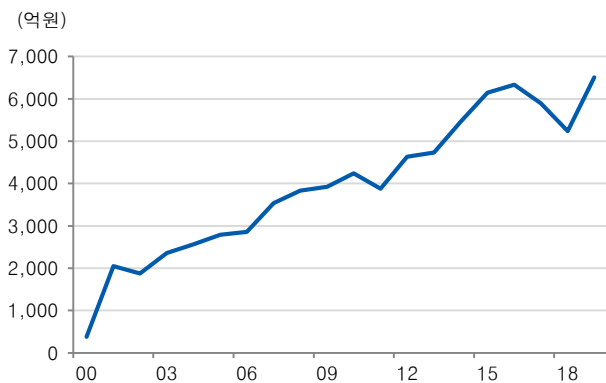


자료: 강원랜드

이해관계자들과의 상생 경영

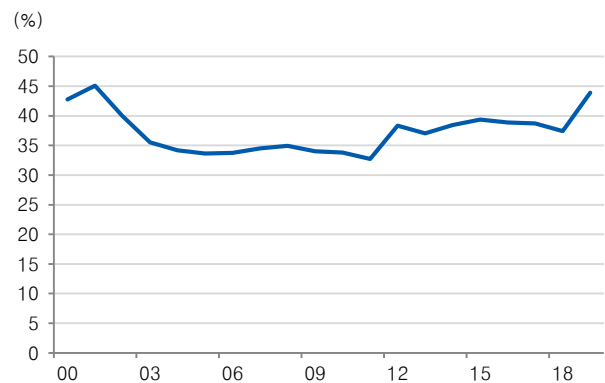
강원랜드는 매년 전체 카지노 매출액의 30~40%대를 조세기금으로 납부하고 있다. 국세(법인세 + 개별소비세), 지방세와 관광진흥기금(카지노 매출액의 10%), 폐광지역개발기금(세전이익의 25% → 2021년부터 카지노 매출액의 13%)을 납부한다. 이 중에서, 폐광지역개발기금은 강원랜드 이익금의 일부를 활용해 폐광지역 경제를 진흥시키고 지역 균형발전을 도모하기 위한 목적으로 강원도청이 징수해 폐광 7개 시군(강원 태백·삼척·영월·정선, 충남 보령, 전남 화순, 경북 문경)에 지원하고 있다.

[그림 17] 강원랜드로부터 조성된 카지노 조세기금 추이



자료: 시행산업통합감독위원회, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 강원랜드 카지노 매출액 대비 조세기금 비율 추이

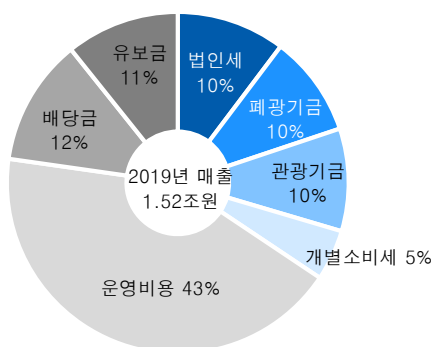


자료: 시행산업통합감독위원회, 유안타증권 리서치센터

강원랜드의 비용구조를 살펴보면, 2019년 기준으로 전체 매출액(카지노+리조트) 대비 조세기금은 35%, 운영비용(e.g. 인건비 등)은 43%, 배당금은 12%를 차지한다. 전체 매출액의 11%만 유보금으로 남긴 것이다. 동사는 배당 가능한 재원의 절반 가량을 주주들에게 배당금으로 환원하고 있다.

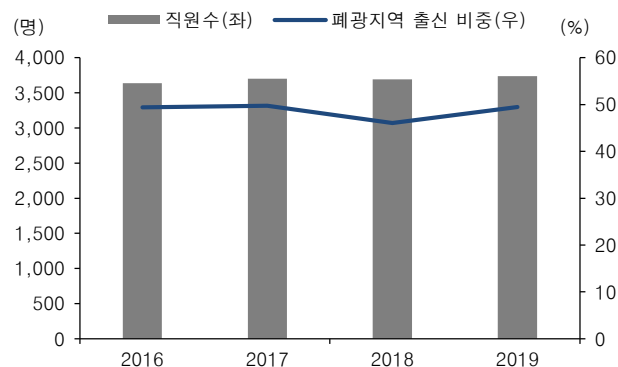
강원랜드는 매년 기획재정부에서 설정한 정원 내에서 폐광 지역사회를 중심으로 신규 고용을 창출하고 있다. 강원랜드의 정규직 직원수는 2019년 기준 3,666명이며, 이 중에서 폐광지역 출신 비중은 50%이다.

[그림 19] 2019년 강원랜드 매출액 및 비용 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 강원랜드 직원수 추이

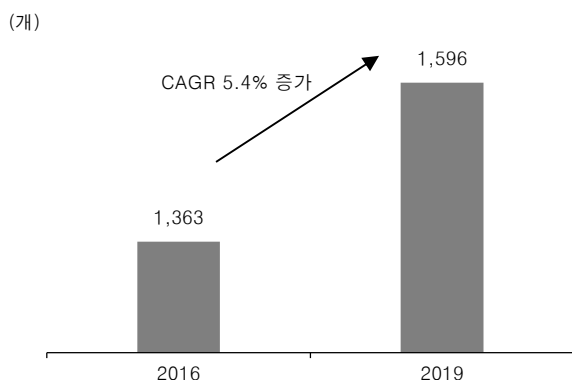


자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

강원랜드 카지노 게임을 통해 발생하는 하이원포인트(i.e. 콤프)는 2004년부터 하이원리조트의 영업시설과 지역상가에서 현금처럼 활용할 수 있다. 동사는 하이원리조트와 카지노 영업장을 통해 강원도 정선군 일대에 대규모 방문자 Traffic을 발생시키고 있으며, 하이원포인트의 지역상가 사용 허용을 통해 Traffic의 일부가 지역 소상공인을 향해 유입될 수 있도록 협력하고 있다. 참고로, 하이원포인트의 지역 가맹점수는 2016년 1,363개 → 2019년 1,596개로 현재까지도 증가세를 유지하고 있는데, 이는 동사가 지역경제 활성화를 위해 기울이고 있는 노력을 잘 나타낸다.

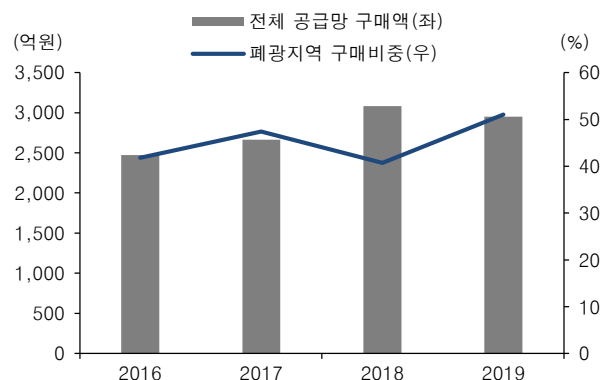
또한, 동사는 지역 영세업체의 납품기회 확대를 위해 지역물품 구매제도를 운영 중에 있다. 1억 원 미만의 물품에 대해서는 폐광지역 내로 제한하여 구매 중이며, 지역 농산물을 우선 구매하여 납품 단가를 일반 시세의 150%까지 보장한다. 동사는 총 구매금액의 절반 가량을 폐광지역에서 구매하고 있다.

[그림 21] 하이원포인트 지역 가맹점수 증가



자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 강원랜드 공급망 구매액 및 폐광지역 구매 비중 추이



자료: 강원랜드, 유안타증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	15,201	4,786	11,278	16,932	17,497
매출원가	7,367	5,445	6,977	8,000	8,244
매출총이익	7,834	-659	4,301	8,931	9,253
판매비	2,823	3,657	2,781	3,189	3,286
영업이익	5,012	-4,316	1,520	5,742	5,967
EBITDA	5,735	-3,543	2,312	6,534	6,901
영업외손익	-122	271	-119	-95	-57
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	416	253	127	150	189
관계기업관련손익	2	4	4	4	4
기타	-541	14	-250	-250	-250
법인세비용차감전순이익	4,889	-4,045	1,401	5,647	5,910
법인세비용	1,543	-1,286	286	1,454	1,526
계속사업순이익	3,347	-2,759	1,115	4,193	4,384
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,347	-2,759	1,115	4,193	4,384
지배지분순이익	3,347	-2,759	1,115	4,191	4,382
포괄순이익	3,262	-2,883	831	3,909	4,100
지배지분포괄이익	3,262	-2,882	831	3,908	4,099

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,079	-6,557	-1,639	1,407	1,755
당기순이익	3,347	-2,759	1,115	4,193	4,384
감가상각비	721	767	785	785	929
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-4	-4	-4
자산부채의 증감	-401	-2,957	-4,019	-4,051	-4,036
기타현금흐름	413	-1,608	485	485	482
투자활동 현금흐름	-2,113	8,446	-308	-308	-308
투자자산	-16,500	-3,537	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-796	-590	-300	-300	-300
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	15,183	12,573	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	-1,848	-1,836	-2	-1,824	-1,864
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,825	-1,825	0	-1,825	-1,865
기타현금흐름	-22	-11	-2	1	1
연결범위변동 등 기타	0	0	2,407	3,301	3,580
현금의 증감	118	54	458	2,576	3,163
기초 현금	489	607	661	1,119	3,695
기말 현금	607	661	1,119	3,695	6,858
NOPLAT	5,012	-4,316	1,520	5,742	5,967
FCF	3,283	-7,146	-1,939	1,107	1,455

자료: 유안타증권

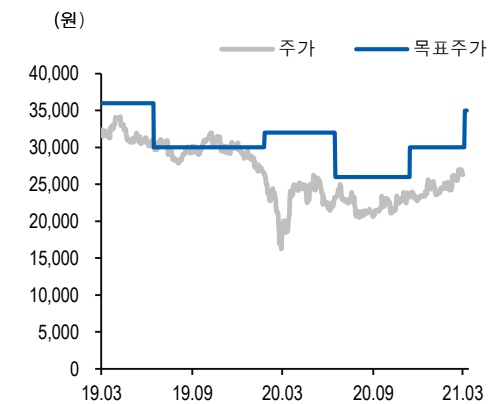
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	18,782	14,982	15,636	18,210	21,377
현금및현금성자산	607	661	1,119	3,695	6,858
매출채권 및 기타채권	343	124	171	170	172
재고자산	36	22	70	68	71
비유동자산	25,599	21,435	20,943	20,451	19,822
유형자산	13,706	13,494	13,009	12,524	11,896
관계기업 등 지분관련자산	531	536	536	536	540
기타투자자산	9,831	4,644	4,644	4,644	4,644
자산총계	44,381	36,416	36,579	38,660	41,199
유동부채	6,513	3,300	3,306	3,306	3,327
매입채무 및 기타채무	4,909	2,762	2,768	2,768	2,789
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	690	646	646	646	646
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	7,204	3,946	3,952	3,952	3,974
지배지분	37,177	32,470	32,626	34,708	37,225
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
이익잉여금	36,555	31,848	32,004	34,371	36,888
비지배지분	1	0	0	0	0
자본총계	37,178	32,470	32,626	34,708	37,225
순차입금	-17,618	-14,058	-14,516	-17,092	-20,255
총차입금	656	616	616	616	616

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,564	-1,289	521	1,959	2,048
BPS	18,337	16,016	16,092	17,120	18,361
EBITDAPS	2,681	-1,656	1,081	3,054	3,226
SPS	7,105	2,237	5,271	7,914	8,178
DPS	900	0	900	920	1,040
PER	19.8	-18.1	50.5	13.4	12.8
PBR	1.7	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.5	-10.1	18.1	6.0	5.2
PSR	4.4	10.4	5.0	3.3	3.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.7	-68.5	135.7	50.1	3.3
영업이익 증가율 (%)	16.4	적전	흑전	277.8	3.9
지배순이익 증가율 (%)	12.6	적전	흑전	276.1	4.6
매출총이익률 (%)	51.5	-13.8	38.1	52.7	52.9
영업이익률 (%)	33.0	-90.2	13.5	33.9	34.1
지배순이익률 (%)	22.0	-57.6	9.9	24.8	25.0
EBITDA 마진 (%)	37.7	-74.0	20.5	38.6	39.4
ROIC	45.3	-32.1	11.6	42.6	46.9
ROA	7.7	-6.8	3.1	11.1	11.0
ROE	9.2	-7.9	3.4	12.4	12.2
부채비율 (%)	19.4	12.2	12.1	11.4	10.7
순차입금/자기자본 (%)	-47.4	-43.3	-44.5	-49.2	-54.4
영업이익/금융비용 (배)	255.6	-230.1	86.7	327.5	340.4

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-29	BUY	35,000	1년		
2020-12-08	BUY	30,000	1년	-17.99	-9.83
2020-07-10	HOLD	26,000	1년	-14.20	-
2020-05-13	BUY	32,000	1년	-28.31	-17.97
2020-02-27	Strong Buy	32,000	1년	-29.77	-17.97
2020-02-18	BUY	32,000	1년	-22.58	-17.97
2019-07-09	HOLD	30,000	1년	-1.48	-
2019-02-15	HOLD	36,000	1년	-11.98	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-24

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 기업의 비재무적 요소인 환경(Environment) · 사회(Social) · 지배구조(Governance)와 관련된 리포트로 친환경 경영, 사회공헌, 공정거래, 주주총회 안건 등 장기적 관점에서의 기업가치와 기업의 지속가능성에 영향을 주는 주제 및 내용에 관련한 자료입니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.