



강원랜드 (035250)

3Q25 Review: 영업이익 컨센서스 하회

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 22,000원

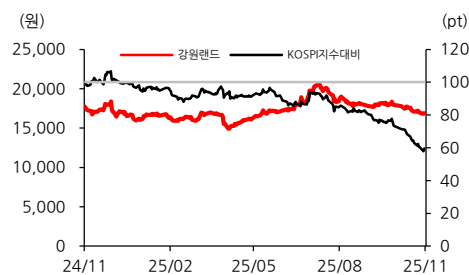
현재 주가(11/4)	16,920원
상승여력	▲30.0%
시가총액	36,199억원
발행주식수	213,941천주
52주 최고가 / 최저가	20,550 / 14,920원
90일 일평균 거래대금	70.99억원
외국인 지분율	12.6%
주주 구성	
한국광해광업공단 (외 1인)	36.3%
자사주 (외 1인)	6.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.8	-7.9	5.2	-4.1
상대수익률(KOSPI)	-22.0	-38.9	-55.8	-63.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,389	1,427	1,492	1,567
영업이익	282	286	261	302
EBITDA	363	364	342	385
지배주주순이익	341	457	326	362
EPS	1,593	2,254	1,606	1,783
순차입금	-884	-1,032	-961	-1,136
PER	10.0	7.1	10.5	9.5
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.0	6.5	7.8	6.4
배당수익률	5.8	7.5	5.6	5.9
ROE	9.6	12.1	8.3	8.9

주가 추이



동사는 3분기 별도 영업이익 719억원을 기록하며 시장 기대치를 밑돌았습니다. 11월 중에는 K-Hit 프로젝트 발표가 예정되어 있습니다. 카지노 투자와 더불어 규제 현실화 방안이 함께 발표된다면 최근의 지지 부진했던 주가에 상승 트리거 역할이 되어줄 수 있겠습니다.

3Q25 Review: 영업이익 컨센서스 하회

동사의 3분기 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 3,837억원, 719억원을 기록했다. 영업이익 기준 컨센서스 938억원을 하회했다. 매출액은 상대적으로 부합했으나 영업이익이 예상과 달랐던 점은, 인건비 등 비용에서 차이가 난 것으로 보인다. 드롭액은 1조 6,026억원으로 YoY +6.9% 성장했다. 방문객 수는 전년비 +2.2% 성장한 약 66만명을 기록했다. Mass 방문객 수는 전년비 +2.0% 증가하는데 그친 반면, VIP 방문객 수는 전년비 +23.9% 증가했다. 홀드올은 전년동기 대비 소폭 감소(-0.6%pt)했고, 전체 GGR은 +4.2%, Mass GGR은 +1.1%, VIP GGR은 +23.6% 증가했다. 전년비 드롭액 및 GGR의 성장은 5월 14일부터 시행된 일부 테이블 매팅 리밋 상향 조정에 따른 영향이다. 한편 인건비의 전년비 증가는 경영평가성과급(약 71억원) 및 명예퇴직금(약 23억원) 등이 반영된 탓이다.

K-HIT 프로젝트 그리고 규제 현실화?

K-Hit 관련해 일반 영업장 확장 공사는 9월 완료됐다. 회원 영업장 리노베이션은 '27년 2월 완공 예정이다. 비카지노 부문 확대를 위한 Master Plan도 11월경 발표될 예정이다. 제천~영월~삼척 고속도로 완공을 위한 사전 작업(예타 조사 및 사업 추진 확정 등)이 진행 중인데 K-HIT 프로젝트를 위한 인프라를 갖추기 위한 노력으로 해석된다. 다만 궁극적으로 성공적인 K-HIT 프로젝트를 위해서는 카지노/비카지노 시설 투자 및 물리적 인프라 확충뿐만 아니라 규제 현실화가 반드시 필요해 보인다. 일부 테이블 배팅 리밋 상향 조정만으로도 동사는 올해 VIP 지표에서 개선되는 모습을 보여주고 있다. 오사가 복합리조트 완공 전 국내 오픈카지노 경쟁력을 강화하기 위해서는 규제 현실화가 반드시 필요하다. 투자 의견과 목표주가를 종전과 같이 Buy, 22,000원으로 유지한다.

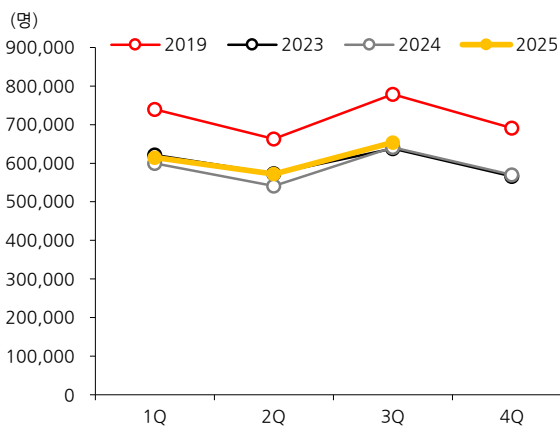
[표1] 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
주요 가정												
입장객	2,413,082	2,373,346	2,488,887	2,563,554	621,035	578,520	661,196	628,136	639,666	595,876	681,032	646,980
드롭액	5,722	5,595	6,101	6,417	1,455	1,473	1,603	1,570	1,599	1,549	1,651	1,617
객당 드롭	2.4	2.4	2.5	2.5	2.3	2.5	2.4	2.5	2.5	2.6	2.4	2.5
홀드율	23.1%	24.4%	23.8%	24.0%	23.7%	24.5%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
실적 추정												
매출액	1,389	1,427	1,492	1,567	366.3	360.8	383.7	381.2	397.2	366.2	409.5	394.2
카지노	1,206	1,245	1,321	1,394	317	332	334	339	347	337	359	351
GGR	1,320	1,364	1,451	1,540	344	361	369	377	384	372	396	388
하이원포인트	114	119	142	146	32	34	39	38	36	35	38	37
비카지노	183	182	171	173	49	29	50	42	50	30	51	43
매출원가	979	1,008	1,095	1,129	263	268	274	289	276	278	282	293
카지노	649	680	768	797	180	193	195	201	192	201	201	203
인건비	172	182	216	228	51	58	52	55	54	61	55	58
기금 및 세금	368	380	405	429	93	102	104	106	103	105	112	109
기타	109	118	148	140	36	33	39	39	35	35	35	35
비카지노	330	330	326	331	83	75	79	89	84	77	81	90
매출총이익	409	419	397	439	103	93	110	92	121	89	128	101
판관비	127	133	136	137	29	34	38	35	34	37	34	32
영업이익	282	286	261	302	74	59	72	57	87	52	93	69
영업이익률	20.3%	20.0%	17.5%	19.2%	20.3%	16.2%	18.7%	14.8%	22.0%	14.2%	22.8%	17.5%
지배주주순이익	341	457	326	362	75	63	112	76	99	73	104	85

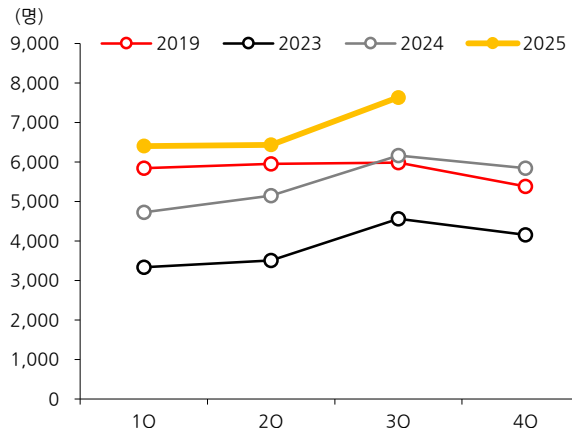
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 강원랜드 Mass 방문객 수 추이



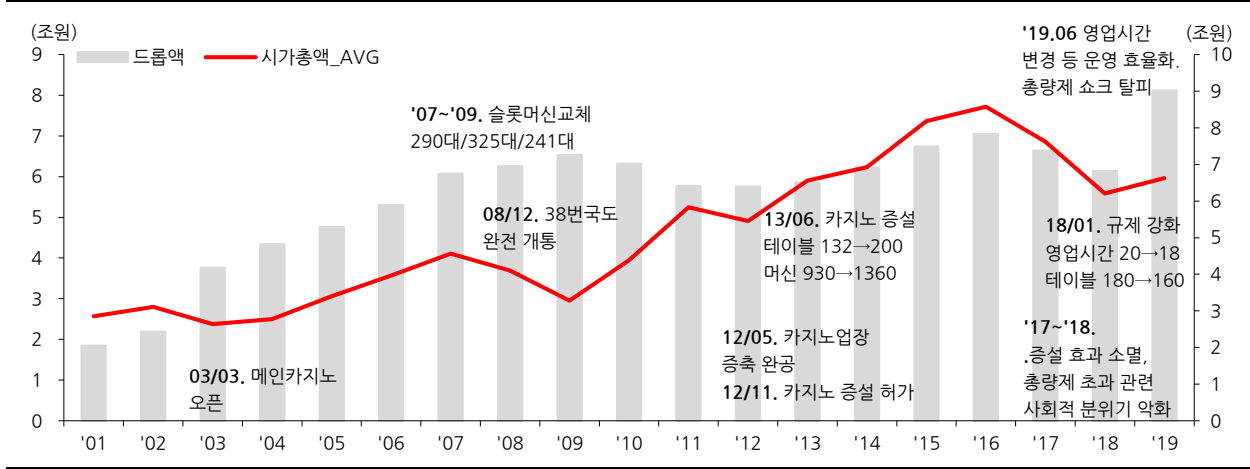
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 강원랜드 VIP 방문객 수 추이



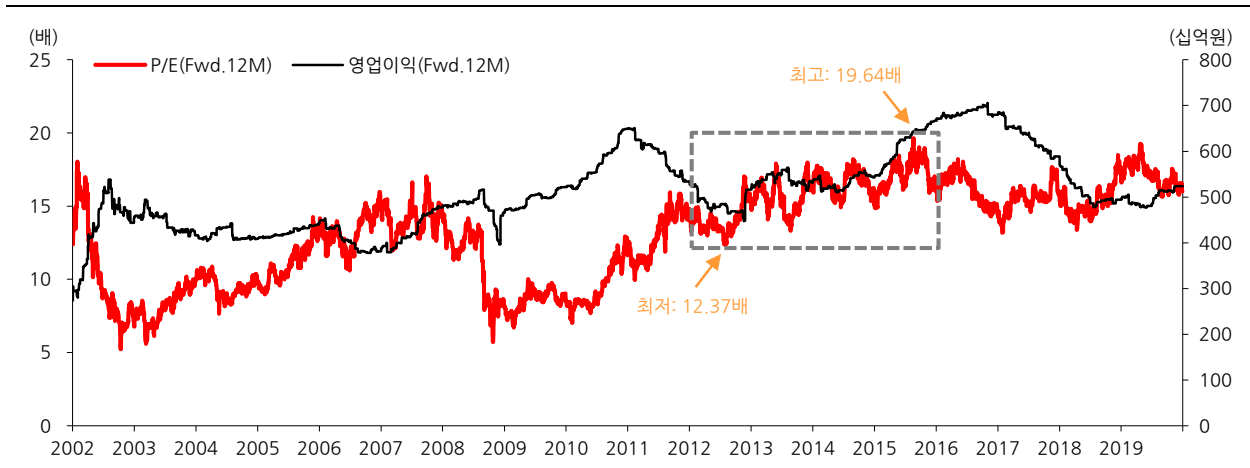
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 강원랜드 연간 드롭액과 시가총액 추이



자료: 강원랜드, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 강원랜드의 ~2019년까지 12mth Fwd P/E 와 12mth Fwd 영업이익 컨센서스 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] K-HIT 프로젝트 1.0

타임라인	상세	투자액
장기 ~32년	카지노 신축 및 복합문화공간 조성(하이원스퀘어 복합리조트)	1조 8000억원
장기 ~32년	하이엔드급 호텔 신축	2700억원
중기 ~30년	스카이브릿지	1000억원
중기 ~30년	명품술길조성	1000억원
단기 ~27년	카지노 제2영업장(임시)	800억원
단기 ~27년	웰니스센터 및 빌리지	800억원
단기 ~27년	시그니처 풀빌라	300억원
		2조 4600억원
비고	카지노 신축 규모는 15,660평 신축 기간 조성될 임시 영업장은 1,200평 규모	

자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] K-HIT 프로젝트 1.0



자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 강원랜드, 카지노 영업 조건 변경 사항

구분	기준	향후	증가분	적용시기
1) 카지노 면적 확장 (일반업장)	14,513제곱미터(4,390평)	20,261제곱미터(6,129평)	5,748제곱미터(1,739평)	2028년(4년 소요 예상)
2) 게임기구수 증설	테이블	200대	250대	*신규영업장 위치: 카지노호텔 지하 1, 2층 *비카지노 시설 조성 병행 예정
	머신	1,360대	1,610대	
3) 외국인 전용구역	배팅한도	최대 30만원	최대 3억원	<관광진흥법 시행규칙> 개정 완료 (25.05.30). 25.06.13부터 적용
	이용대상	외국인(시민권자)	외국인(시민권자), 영주권자	

자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,271	1,389	1,427	1,492	1,567
매출총이익	349	409	419	397	439
영업이익	218	282	286	261	302
EBITDA	296	363	364	342	385
순이자손익	26	25	29	22	20
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	-7	0	-1	0
세전계속사업손익	168	457	565	423	478
당기순이익	116	341	457	326	362
지배주주순이익	116	341	457	326	362
증가율(%)					
매출액	61.2	9.3	2.8	4.6	5.0
영업이익	흑전	29.7	1.2	-8.6	15.4
EBITDA	1,008.4	22.6	0.4	-6.1	12.6
순이익	흑전	194.8	34.0	-28.7	11.0
이익률(%)					
매출총이익률	27.5	29.5	29.4	26.6	28.0
영업이익률	17.1	20.3	20.0	17.5	19.2
EBITDA 이익률	23.3	26.1	25.5	22.9	24.6
세전이익률	13.2	32.9	39.6	28.4	30.5
순이익률	9.1	24.5	32.0	21.8	23.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	420	338	487	687	308
당기순이익	116	341	457	326	362
자산상각비	78	80	78	81	84
운전자본증감	119	-7	9	168	22
매출채권 감소(증가)	-2	1	1	-3	-1
재고자산 감소(증가)	-1	-1	1	0	0
매입채무 증가(감소)	141	46	21	45	24
투자현금흐름	-524	-203	-178	-164	40
유형자산처분(취득)	-29	-70	-106	-102	-89
무형자산 감소(증가)	-1	0	-11	-2	-1
투자자산 감소(증가)	1,114	733	741	-41	140
재무현금흐름	-1	-70	-231	-245	-193
차입금의 증가(감소)	-1	1	-2	-2	0
자본의 증가(감소)	0	-71	-229	-243	-193
배당금의 지급	0	-71	-189	-243	-193
총현금흐름	305	358	484	519	286
(-)운전자본증가(감소)	-182	134	-370	-28	-22
(-)설비투자	29	71	107	102	89
(+)자산매각	0	1	-10	-2	-1
Free Cash Flow	457	154	738	443	218
(-)기타투자	1,672	739	1,164	-121	10
잉여현금	-1,215	-585	-426	563	208
NOPLAT	150	210	231	201	228
(+) Dep	78	80	78	81	84
(-)운전자본투자	-182	134	-370	-28	-22
(-)Capex	29	71	107	102	89
OpFCF	381	86	572	208	244

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,329	1,391	1,214	1,203	1,386
현금성자산	1,027	945	1,086	1,015	1,190
매출채권	22	24	26	21	22
재고자산	4	6	4	4	5
비유동자산	2,839	3,058	3,487	3,673	3,689
투자자산	1,578	1,821	2,220	2,371	2,381
유형자산	1,258	1,234	1,254	1,287	1,292
무형자산	3	2	13	15	16
자산총계	4,168	4,449	4,701	4,876	5,075
유동부채	688	701	750	839	868
매입채무	581	621	641	693	717
유동성이자부채	3	6	3	3	3
비유동부채	65	70	67	67	68
비유동이자부채	63	55	51	50	50
부채총계	752	771	817	906	936
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,353	3,616	3,861	3,948	4,117
자본조정	-174	-174	-214	-214	-214
자기주식	-174	-174	-214	-214	-214
자본총계	3,415	3,678	3,884	3,970	4,139

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	540	1,593	2,254	1,606	1,783
BPS	15,964	17,191	18,153	18,555	19,345
DPS	350	930	1,200	950	1,000
CFPS	1,423	1,675	2,265	2,426	1,336
ROA(%)	2.9	7.9	10.0	6.8	7.3
ROE(%)	3.5	9.6	12.1	8.3	8.9
ROIC(%)	11.2	16.5	21.4	23.2	26.1
Multiples(x, %)					
PER	42.9	10.0	7.1	10.5	9.5
PBR	1.5	0.9	0.9	0.9	0.9
PSR	3.9	2.5	2.4	2.4	2.3
PCR	16.3	9.6	7.1	7.0	12.7
EV/EBITDA	13.5	7.0	6.5	7.8	6.4
배당수익률	1.5	5.8	7.5	5.6	5.9
안정성(%)					
부채비율	22.0	21.0	21.0	22.8	22.6
Net debt/Equity	-28.2	-24.0	-26.6	-24.2	-27.4
Net debt/EBITDA	-325.1	-243.6	-283.3	-280.9	-294.9
유동비율	193.2	198.4	161.9	143.4	159.6
이자보상배율(배)	119.1	36.9	103.3	102.0	115.8
자산구조(%)					
투자자본	32.4	32.0	20.5	20.6	19.6
현금+투자자산	67.6	68.0	79.5	79.4	80.4
자본구조(%)					
차입금	1.9	1.6	1.4	1.3	1.3
자기자본	98.1	98.4	98.6	98.7	98.7

[Compliance Notice]

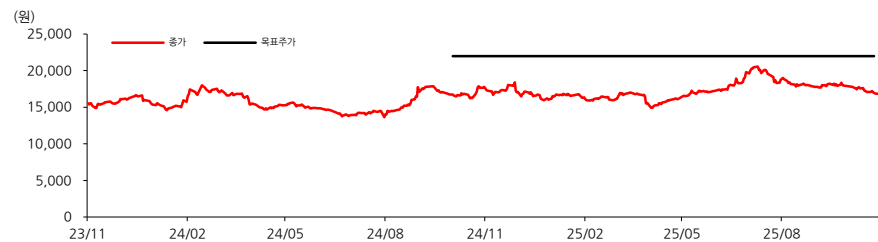
(공표일: 2025년 11월 05일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[강원랜드 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.10.29	2025.01.24	2025.04.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박수영	22,000	22,000	22,000	22,000
일 시	2025.11.05					
투자의견	Buy					
목표가격	22,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	22,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%