



강원랜드 (035250)

4Q25 Review: 영업이익 컨센서스 하회

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 22,000원

현재 주가(1/28)	17,430원
상승여력	▲26.2%
시가총액	37,290억원
발행주식수	213,941천주
52주 최고가 / 최저가	20,550 / 14,920원
90일 일평균 거래대금	101.55억원
외국인 지분율	12.3%

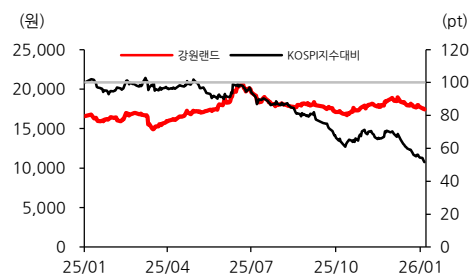
주주 구성	
한국광해광업공단 (외 1인)	36.3%
자사주 (외 1인)	7.2%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.0	1.1	-9.4	5.1
상대수익률(KOSPI)	-31.2	-27.8	-70.5	-98.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,427	1,477	1,537	1,581
영업이익	286	235	270	280
EBITDA	364	318	355	365
지배주주순이익	457	316	334	342
EPS	2,254	1,561	1,647	1,685
순차입금	-1,032	-721	-769	-803
PER	7.1	10.7	10.6	10.3
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.5	9.0	8.3	8.0
배당수익률	7.5	5.7	5.7	5.7
ROE	12.1	8.1	8.3	8.2

주가 추이



동사는 4분기 연결 영업이익 276억원을 기록하며 시장 기대치를 크게 밑돌았습니다. 글로벌 IR로 자리매김하기 위한 중장기적 투자가 본격적으로 시작된 가운데 향후 이러한 정부 투자 등에 얼마나 속도가 붙는지가 관건이 되겠습니다.

4Q25 Review: 영업이익 컨센서스 하회

동사의 4분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 3,654억원, 297억원을 기록했다. 영업이익 기준 컨센서스 478억원을 크게 하회하는 실적이다. 매출액은 상대적으로 부합했으나 영업이익이 예상과 달랐던 점은, 인건비/상각비 등 비용에서 차이가 난 것으로 보인다. 인건비 전년대비는 경영평가성과급(전년대비 +59억 증가, 올 1분기까지 전년대비 증가세 이어질 것) 반영 및 연말 퇴직급여 반영분 탓이다. 감가상각비는 사업장 일부 구역 내 지반 침하가 발견됨에 따라 발생하는 복구 비용의 감가비 처리로 3분기부터 증액된 상각비가 반영되는 중이다.

드롭액은 1조 5,475억원으로 YoY +13.0% 성장했다. 방문객 수는 전년대비 +7.3% 성장한 약 62만명을 기록했다. Mass 방문객 수는 전년대비 +7.1% 증가하는데 그친 반면, VIP 방문객 수는 전년대비 +26.5% 증가했다. VIP 드롭액이나 방문, GGR 등의 지표는 꾸준히 전년대비 성장하는 모습이 나와주고 있다. 홀드올은 전년동기 대비 소폭 감소(-0.8%pt)했고, 전체 GGR은 +7.2%, Mass GGR은 +8.6%, VIP GGR은 +7.2% 증가했다. 전년대비 드롭액 및 GGR의 꾸준한 성장은 5월 14일부터 시행된 일부 테이블 매팅 리밋 상향 조정에 따른 영향이다.

K-HIT 프로젝트 속도를 높여라

비카지노 부문 확대를 위한 Master Plan이 11월 발표됐다. 케이블카를 제2카지노/호텔, 워터월드까지 연결하는 공사 및 제2카지노 주차장 건설 등 리조트 고객 이동 편의 증대 목적으로 '28년까지 예산 약 1,877억원이 투입될 예정이다. 한편 객실 리노베이션도 올해부터 본격적으로 진행된다. 글로벌 IR로 자리잡기 위한 중장기적인 투자로 올해부터는 15,000평 규모의 제3카지노 및 신규 호텔, 아레나 건축 등을 위한 프로젝트도 시작한다. 정부 사업 특성상 얼마나 속도감 있는 전개가 가능한지가 관건이 되겠다. 투자의견과 목표주가를 종전과 같이 Buy, 22,000원으로 유지한다.

[표1] 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2024	2025P	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
주요 가정												
입장객	2,373,346	2,478,658	2,553,018	2,629,608	621,035	578,520	661,196	617,907	639,666	595,876	681,032	636,444
드롭액	5,595	6,078	6,393	6,585	1,455	1,473	1,603	1,548	1,599	1,549	1,651	1,594
객당 드롭	2.4	2.5	2.5	2.5	2.3	2.5	2.4	2.5	2.5	2.6	2.4	2.5
홀드율	24.4%	23.6%	24.0%	24.0%	23.7%	24.5%	23.0%	23.1%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
실적 추정												
매출액	1,427	1,477	1,537	1,581	366.3	360.8	384.1	365.4	396.1	359.8	400.2	380.7
카지노	1,245	1,308	1,389	1,430	317	332	334	326	347	337	359	346
GGR	1,364	1,432	1,534	1,580	344	361	369	357	384	372	396	383
하이원포인트	119	141	146	150	32	34	39	36	36	35	38	36
비카지노	182	169	148	151	49	29	50	40	49	23	42	34
매출원가	1,008	1,090	1,108	1,138	263	268	273	285	284	266	274	283
카지노	680	760	821	845	180	193	191	196	202	206	206	206
인건비	182	216	233	245	51	58	52	55	59	61	55	58
기금 및 세금	380	399	428	441	93	102	104	101	103	105	112	108
기타	118	145	160	160	36	33	35	40	40	40	40	40
비카지노	330	330	287	293	83	75	82	89	82	60	68	77
매출총이익	419	387	429	443	103	93	111	80	112	94	126	97
판관비	133	152	159	163	29	34	38	51	39	42	39	38
영업이익	286	235	270	280	74	59	73	30	73	51	87	59
영업이익률	20.0%	15.9%	17.6%	17.7%	20.3%	16.2%	18.9%	8.1%	18.4%	14.2%	21.6%	15.6%
지배주주순이익	457	316	334	342	75	63	113	66	87	71	98	77

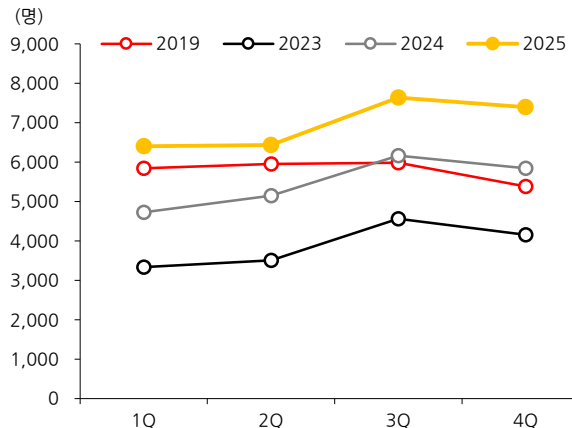
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 강원랜드 Mass 방문객 수 추이



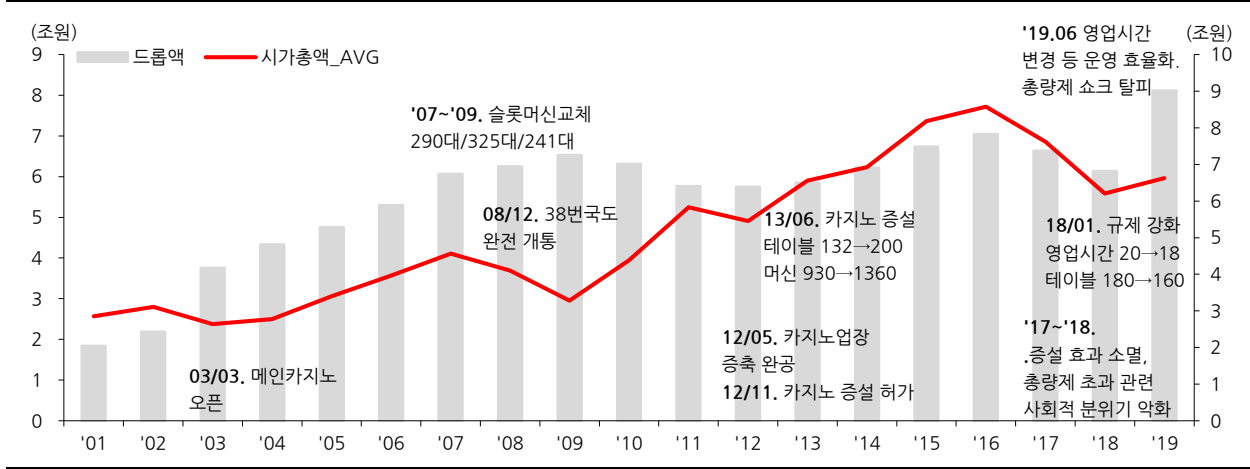
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 강원랜드 VIP 방문객 수 추이



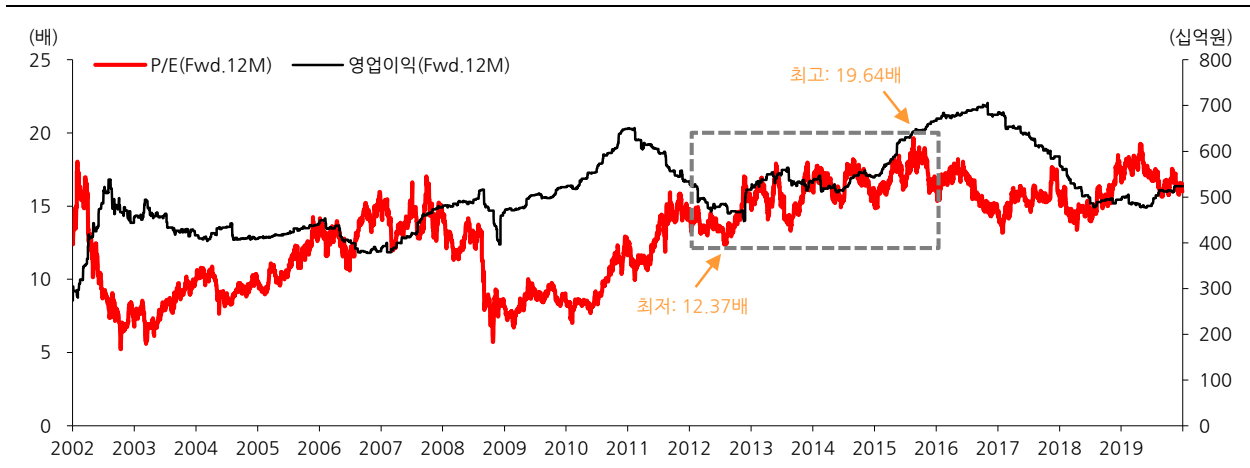
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[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	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,389	1,427	1,477	1,537	1,581
매출총이익	409	419	387	429	443
영업이익	282	286	235	270	280
EBITDA	363	364	318	355	365
순이자손익	25	29	20	15	15
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-7	0	0	0	0
세전계속사업손익	457	565	388	441	451
당기순이익	341	457	316	334	342
지배주주순이익	341	457	316	334	342
증가율(%)					
매출액	9.3	2.8	3.5	4.1	2.9
영업이익	29.7	1.2	-17.7	14.8	3.7
EBITDA	22.6	0.4	-12.8	11.8	2.9
순이익	194.8	34.0	-30.7	5.5	2.3
이익률(%)					
매출총이익률	29.5	29.4	26.2	27.9	28.0
영업이익률	20.3	20.0	15.9	17.6	17.7
EBITDA 이익률	26.1	25.5	21.5	23.1	23.1
세전이익률	32.9	39.6	26.3	28.7	28.5
순이익률	24.5	32.0	21.4	21.7	21.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	338	487	74	191	190
당기순이익	341	457	316	334	342
자산상각비	80	78	82	85	85
운전자본증감	-7	9	-67	-69	-78
매출채권 감소(증가)	1	1	4	-1	0
재고자산 감소(증가)	-1	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	46	21	-123	21	16
투자현금흐름	-203	-178	76	24	20
유형자산처분(취득)	-70	-106	-121	-88	-90
무형자산 감소(증가)	0	-11	-10	-16	-16
투자자산 감소(증가)	733	741	169	135	134
재무현금흐름	-70	-231	-245	-193	-203
차입금의 증가(감소)	1	-2	-2	0	0
자본의 증가(감소)	-71	-229	-243	-193	-203
배당금의 지급	-71	-189	-243	-193	-203
총현금흐름	358	484	141	260	268
(-)운전자본증가(감소)	134	-370	2,334	69	78
(-)설비투자	71	107	121	88	90
(+)자산매각	1	-10	-10	-16	-16
Free Cash Flow	154	738	-2,323	88	84
(-)기타투자	739	1,164	-2,305	7	8
잉여현금	-585	-426	-19	80	76
NOPLAT	210	231	192	204	212
(+) Dep	80	78	82	85	85
(-)운전자본투자	134	-370	2,334	69	78
(-)Capex	71	107	121	88	90
OpFCF	86	572	-2,181	133	129

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	1,391	1,214	3,087	3,228	3,359
현금성자산	945	1,086	775	823	856
매출채권	24	26	14	15	15
재고자산	6	4	5	5	5
비유동자산	3,058	3,487	1,564	1,590	1,618
투자자산	1,821	2,220	231	239	247
유형자산	1,234	1,254	1,311	1,313	1,318
무형자산	2	13	22	38	54
자산총계	4,449	4,701	4,651	4,818	4,978
유동부채	701	750	606	631	650
매입채무	621	641	513	535	550
유동성이자부채	6	3	10	10	10
비유동부채	70	67	78	79	81
비유동이자부채	55	51	44	44	44
부채총계	771	817	684	710	731
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,616	3,861	3,945	4,086	4,225
자본조정	-174	-214	-214	-214	-214
자기주식	-174	-214	-214	-214	-214
자본총계	3,678	3,884	3,967	4,108	4,247

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,593	2,254	1,561	1,647	1,685
BPS	17,191	18,153	18,542	19,203	19,852
DPS	930	1,200	950	1,000	1,000
CFPS	1,675	2,265	661	1,217	1,254
ROA(%)	7.9	10.0	6.8	7.1	7.0
ROE(%)	9.6	12.1	8.1	8.3	8.2
ROIC(%)	16.5	21.4	9.5	6.3	6.3
Multiples(x, %)					
PER	10.0	7.1	10.7	10.6	10.3
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
PSR	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
PCR	9.6	7.1	25.4	14.3	13.9
EV/EBITDA	7.0	6.5	9.0	8.3	8.0
배당수익률	5.8	7.5	5.7	5.7	5.7
안정성(%)					
부채비율	21.0	21.0	17.2	17.3	17.2
Net debt/Equity	-24.0	-26.6	-18.2	-18.7	-18.9
Net debt/EBITDA	-243.6	-283.3	-227.2	-216.6	-219.6
유동비율	198.4	161.9	509.2	511.7	516.8
이자보상배율(배)	36.9	103.3	87.3	94.1	97.6
자산구조(%)					
투자자본	32.0	20.5	76.1	75.6	75.5
현금+투자자산	68.0	79.5	23.9	24.4	24.5
자본구조(%)					
차입금	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
자기자본	98.4	98.6	98.7	98.7	98.7

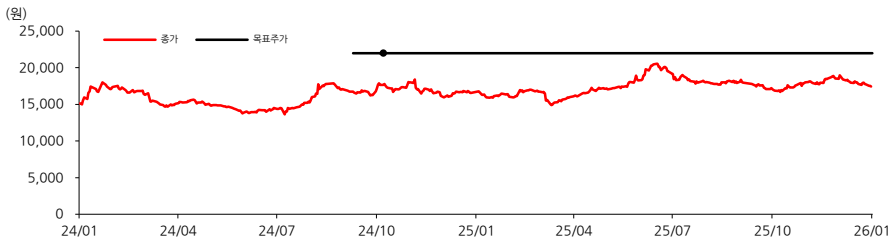
[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 01월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[강원랜드 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	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
일시	2026.01.29					
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	-21.46	-6.59
2025.11.05	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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%