

강원랜드 (035250)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

21,000

유지

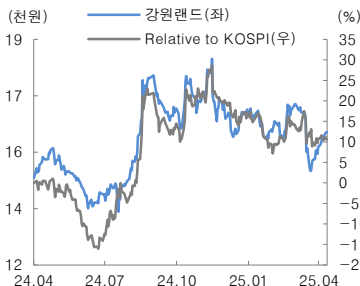
현재주가
(25.04.29)

16,120

레저업종

KOSPI	2565.42
시가총액	3,449십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	107십억원
52주 최고/최저	18,400원 / 13,650원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	12.77%
주요주주	한국관광공사 36.27% 강원도개발공사 6.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-2.8	-6.0	6.1
상대수익률	-4.0	-3.9	-4.0	11.2



견조한 탑라인 성장세 기대치 부합

- 1Q 방문객 수 및 드롭액 각각 YOY +5%, 5.5%로 질적 성장세 지속
- 올해 9월K-HIT 마스터 플랜 발표 예정. 新성장동력 가시화되는 시점
- 폐광기금 소용 승소 시 배당수익률 7% 예상되어 배당 매력 확대될 전망

투자의견 매수, 목표주가 21,000원 유지

지난해 4분기에 이어 방문객 수 및 드롭액 반등세는 지속되는 모습으로 긍정적. 올해 9월에는 K-HIT 마스터 플랜이 발표될 예정으로 미래 성장성을 확인할 수 있는 시기로 판단. 현재까지 발표된 내용은 2027년 12월 임시까지도 영업장 개장을 통한 카지노 매출 확대와 2032년에는 카지노 및 호텔 신축 완공할 계획. 새로운 성장 동력 가시화될 시 10배 수준에 머물러 있는 멀티플 상향 조정될 계기로 작용할 것으로 기대

한편, 1분기 불안한 업황 속 금융이익이 전년 대비 -63% 감소하며 배당 재원 감소에 대한 우려가 존재. 다만, 올해에는 기다려온 폐광기금 취소 소용 3심 결과가 발표될 것으로 예상됨. 승소 시에는 1,887억원 반환될 것으로 기대되며 현 주가 기준 배당수익률 약 7%로 높은 배당 매력 지속될 전망

1Q25 Review: 견조한 탑라인 성장세 기대치 부합

연결 매출액 3,661억원(QoQ +6.2%, YoY-0.6%), 영업이익 714억원(QoQ +77.6%, YoY-5.8%)으로 당사 추정치 및 컨센서스 부합

[카지노] 3,169억원(YoY +0.2%, QoQ +4.6%)으로 호실적 기록. 1분기 방문객 수 63.5만명(YoY +5.0%), 드롭액 1.46조원(YoY +5.5%)으로 기대치를 상회했으며 홀드율도 23.7%로 높은 수준 유지

[비카지노] 487억원(YoY -7.3%, QoQ +17.8%) 기록. 방문객 수 및 스키 매출 성장세에도 호텔 매출 전년 대비 YoY -12% 감소한 영향

[비용] OPM 20%로 예상치 18%를 상회했는데 이는 명예퇴직금 약 40억원이 1분기에 반영된 지난해와 달리 올해에는 2분기부터 반영되었기 때문. 2,3,4분기에는 각각 40억원, 40억원 45억원 반영될 예정

[기타] 금융이익은 YoY -63% 1분기 부진한 업황에 기인. 4월은 반등세로 2분기 회복될 것으로 기대. 지난해 기부금 1분기 156억원 2,3분기 각각 25억원, 19억원 반영되었는데 올해는 4월 기부금 150억원 반영되어 연간 기부금 규모는 전년과 비슷한 수준으로 예상됨

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25P			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	368	345	379	366	-1	6	370	348	3	-5
영업이익	76	43	68	71	-6	67	75	67	-9	-6
순이익	93	112	75	84	-10	-25	93	80	-50	-4

자료: 강원랜드, FrnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
매출액	1,427	1,491	1,427	1,468	0.0	-3.2
판매비와 관리비	133	128	133	127	0.0	-0.6
영업이익	286	302	286	291	0.0	-9.3
영업이익률	20.0	21.1	20.0	19.8	0.0	-1.3
영업외손익	280	142	280	281	0.0	97.8
세전순이익	565	463	565	571	0.0	23.6
지배지분순이익	457	345	457	462	0.0	33.9
순이익률	32.0	22.7	32.0	31.5	0.0	8.7
EPS(지배지분순이익)	2,136	1,612	2,136	2,159	0.0	33.9

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

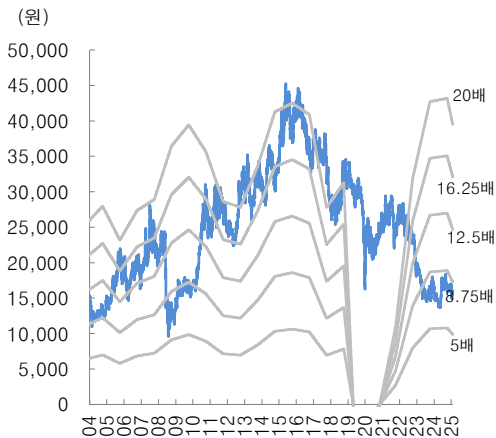
표 1. 강원랜드_Valuation Table

(단위: 십억원, 백만주, 원, 배, %)

	2025E	비고
순이익(십억원)	462	2025년 추정치 기준
주식수(백만주)	213.9	
EPS(원)	2,159	
Target PER	12.9	2017~2019년 평균 저점 PER 17.2 배에 방문객 수 회복률 75%를 감안
적정주가(원)	21,590	
목표주가(원)	21,000	
현재주가(원)	16,120	
상승여력(%)	30.3%	

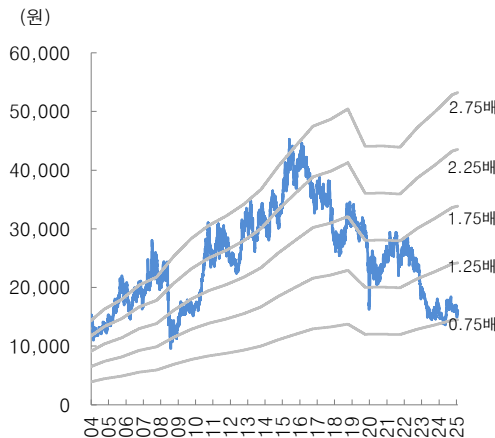
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 강원랜드_PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 강원랜드_PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. 강원랜드_실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	368.4	338.0	375.9	344.6	366.1	347.8	386.6	367.9	1,389	1,427	1,468	1,518
QoQ(%)	13.2%	-8.3%	11.2%	-8.3%	6.2%	-5.0%	11.1%	-4.8%	-	-	-	-
YoY(%)	2.9%	2.1%	0.5%	5.9%	-0.6%	2.9%	2.8%	6.8%	9.3%	2.8%	2.9%	3.4%
카지노	316.2	305.4	320.4	303.0	316.9	320.4	339.2	319.5	1,206	1,245	1,296	1,332
비카지노	52.1	32.5	55.5	41.6	49.0	27.4	47.4	48.4	183	182	172	186
호텔	25.9	22.0	29.9	26.0	22.7	20.0	29.4	26.4	107	104	99	105
콘도	12.1	4.4	10.5	7.4	11.2	3.7	9.0	8.4	34	34	32	35
스키	12.8	0.9	1.4	4.8	13.8	0.6	1.0	12.0	18	20	27	30
골프	0.1	3.1	4.4	1.7	0.0	0.4	0.5	0.2	10	9	1	1
워터월드	1.2	1.8	8.2	1.4	1.2	2.5	6.5	1.1	12	13	11	13
자회사	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1	1	1	1
매출원가	261.6	234.3	250.3	264.2	266.5	251.8	268.2	264.3	977	1,010	1,051	1,079
카지노	171.7	161.0	171.1	176.6	181.6	172.6	182.7	172.1	652	680	709	718
호텔	46.1	36.7	39.7	41.7	38.4	39.2	42.5	44.6	172	164	165	173
콘도	18.6	14.0	14.3	16.9	18.8	16.1	16.5	19.4	64	64	71	78
스키	12.3	8.6	8.5	12.8	14.4	8.8	8.7	13.1	38	42	45	46
골프	0.6	0.8	0.9	1.6	0.9	0.9	1.0	1.9	3	4	5	5
워터월드	4.7	5.4	7.1	4.5	5.0	6.8	8.9	5.7	24	22	26	29
자회사	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	17	26	26	26
매출총이익	106.8	103.7	125.6	80.4	99.5	96.0	118.4	103.7	412	417	418	440
일반관리비	31.0	29.7	32.3	40.2	28.1	28.8	33.0	36.7	126	133	127	130
영업이익	75.8	73.9	93.3	40.2	71.4	67.2	85.4	67.0	286	283	291	310
QoQ(%)	95.6%	-2.5%	26.2%	-56.9%	77.6%	-5.9%	27.1%	-21.6%	-	-	-	-
YoY(%)	8.8%	-9.9%	1.7%	3.8%	-5.8%	-9.1%	-8.5%	66.5%	31.3%	-0.8%	2.7%	6.4%
OPM(%)	21%	22%	25%	12%	20%	19%	22%	18%	20.6%	19.9%	19.8%	20.4%
당기순이익	92.8	161.0	90.9	110.7	71.8	78.1	93.4	194.7	345	455	438	315
QoQ(%)	25.9%	73.4%	-43.5%	21.8%	-35.1%	8.8%	19.7%	108.4%	-	-	-	-
YoY(%)	-8.6%	75.9%	22.6%	50.1%	-22.7%	-51.5%	2.8%	75.9%	198.5%	31.9%	-3.8%	-28.0%

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center / 주: 1Q25 자회사 매출 및 원가의 경우 당사추정치

표 3. 강원랜드_주요 가정 (단위: 천명, %, 십억원, 백만원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
입장객(천명)	625	576	642	570	605	546	647	598	2,413	2,396	2,492
(YoY)	75%	17%	-3%	-1%	-3%	-5%	1%	5%	16%	-3%	16%
총드롭액	1,500	1,419	1,469	1,333	1,380	1,347	1,499	1,400	5,722	5,625	5,934
(YoY)	50%	2%	-12%	-11%	-8%	-5%	2%	5%	3%	-2%	5%
인당 드랍(백만원)	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3	2.4	2.3	2.4
홀드율	22.4%	22.6%	23.8%	23.5%	25.1%	24.6%	23.6%	23.5%	23.1%	24.2%	24.2%

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 4. 강원랜드_카지노 Capacity History (단위: 시간, 대)

	2000.10~	2003.03~	2004.11~	2013.6~	2018.01~	2020.07~	2028~
운영시간	21 시간	20 시간	20 시간	20 시간	18 시간	20 시간	20 시간
테이블 수	30	100	132	200	180	200	250
머신 수	480	960	960	1,360	1,360	1,360	1,610

자료: 강원랜드, 대신증권 Research

표 5. 카지노 영업 조건 변경사항

구분		기존	향후	증가분	적용 시기
카지노 면적 확장(일반업장)		4,390 평	6,129 평	1,739 평	
게임기구수 증설	테이블	200 대	250 대	50 대(일반업장)	2027 년 12 월 완공
	머신	1,360 대	1,610 대	250 대(일반업장)	
외국인 전용구역	베팅한도	최대 30 만원	최대 3 억원	—	미정
	이용대상	외국인(시민권자)	외국인(시민권자),영주권자	—	미정

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

표 6. 사행산업 및 강원랜드 매출총량제 추이 (단위: 십억원)

구분	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nominal GDP	2,006,975	2,040,594	2,058,466	2,221,913	2,323,782	2,401,189	2,549,121	
YoY(%)	3.8%	1.7%	0.9%	7.9%	4.6%	3.3%	6.2%	
사행산업 전체캡	9,779	10,037	10,115	10,240	10,948	11,422	11,913	12,693
YoY(%)	6.5%	2.6%	0.8%	1.2%	6.9%	4.3%	4.3%	6.5%
GDP 대비	0.54%	0.54%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
강원랜드 매출캡	1,486	1,558	1,582	1,612	1,723	1,527	1,434	1,646
사행산업 대비 비중	15.2%	15.5%	15.6%	15.7%	15.7%	13.4%	12.0%	13.0%
강원랜드 GGR	1,400	1,482	444	775	1,224	1,320	1,364	
초과	-86	-77	-1,138	-837	-500	-207	-70	

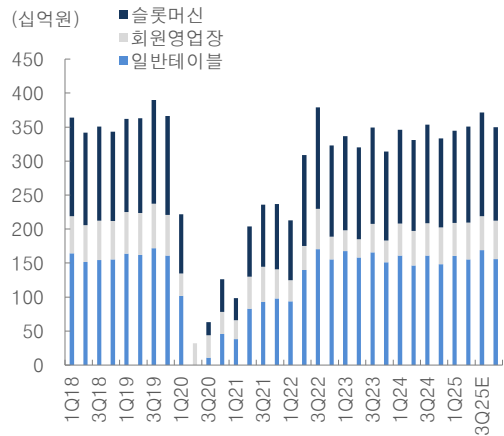
자료: 강원랜드, 한국은행, 대신증권 Research Center

표 7. 사행산업 주요 특별비용 및 매출총량제

구분	설명	산정방식
관광진흥개발기금	관광진흥을 위해 정부에서 설치, 운영하는 기금. 기금재원은 정부출연금, 카지노 및 국외여행자 납부금 등	- 매출 10 억원 이하: 1% - 매출 10 억~100 억원: 천만원 + 10 억원 초과 금액 5% - 매출 100 억원 이상: 4.6 억원 + 백억원 초과 금액 10%
개별소비세	특정한 물품·특정한 장소에의 입장행위, 특정한 장소에서 의 유흥음식행위 및 영업행위에 부과되는 소비세	- 매출 500 억원 이하: 과세하지 않음 - 매출 500 억~1,000 억원: 500 억원 초과금액의 2% - 매출 1,000 억원 이상: 10 억원 + 천억원 초과 금액 4%
폐광지역개발기금	폐광지역 관광진흥 및 지역개발사업을 추진하기 위한 기금	(기존) 강원랜드 카지노 법인세차감전 순이익의 25% (변경 후) 강원랜드 카지노 영업매출(GGR)의 13%
매출총량제	사회적 부작용 최소화 목적으로 매출액에 대한 상한 설정	사행산업 전체 총량설정: 당해연도 GDP 대비 0.51% 적용 1 차총량보정: 업종별 유행률 30% 기준으로 보정 2 차총량보정: 건전화 평가 S(+7%), A(+4%), B(0%), C(-4%) 3 차총량보정: 전년도 총량 준수 여부 조정 4 차총량보정: 전체 순매출 비중 초과 시 업종별 조정

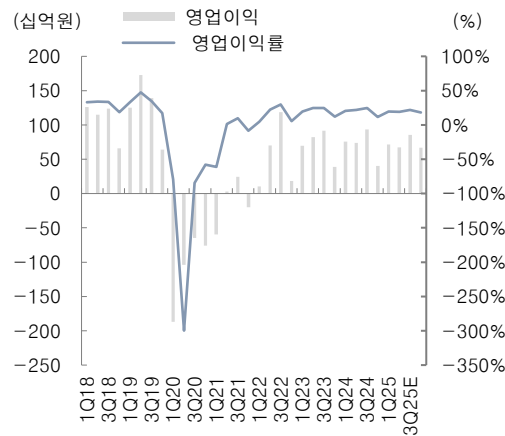
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 강원랜드_매출액 추이 및 전망



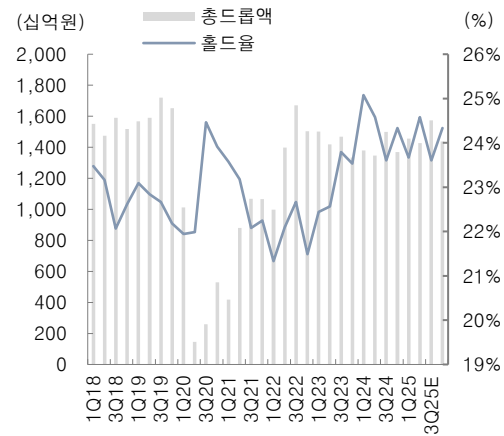
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 4. 강원랜드_영업이익 및 OPM



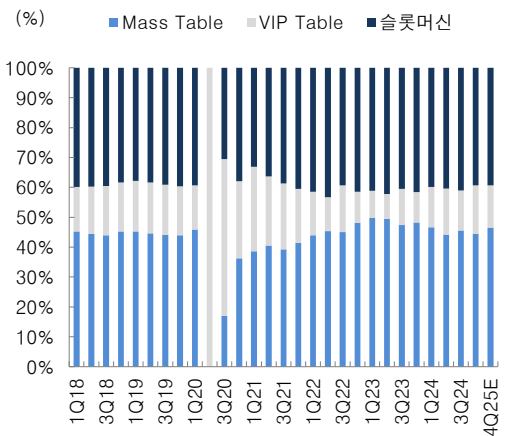
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 5. 강원랜드_총 드롭액 및 홀드율 추이



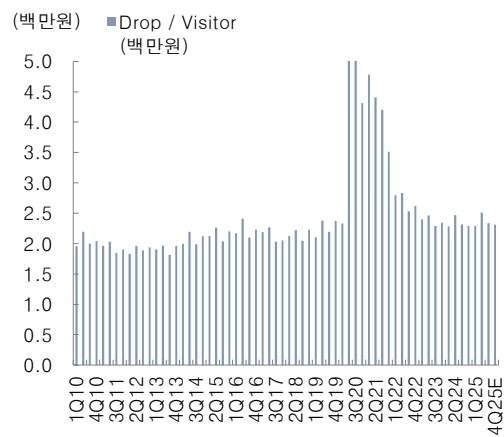
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 6. 강원랜드_Mass/VIP/슬롯 매출비중 추이



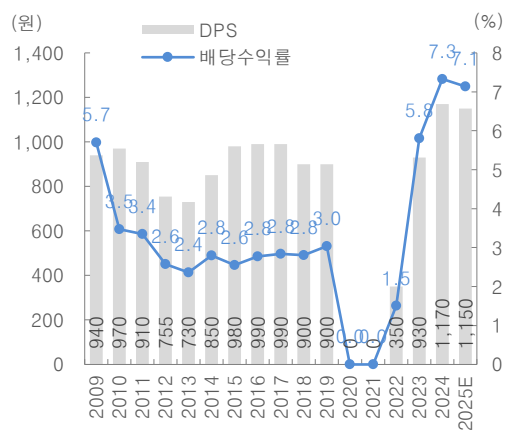
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 7. 강원랜드_인당 평균 드랍액 추이



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

그림 8. 강원랜드_DPS 및 배당수익률



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

기업개요

기업개요

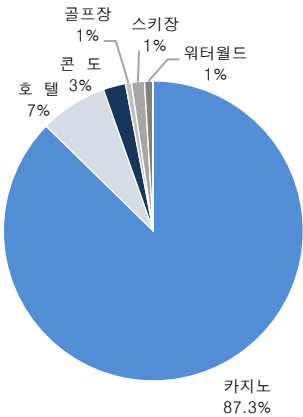
- 당사는 국내에서 유일하게 내국인 입장이 가능한 카지노를 주요 사업으로 영위. 호텔 및 콘도를 비롯한 스키, 골프, 워터파크 등에 이르는 사계절 가족형 복합 리조트(R)를 운영
- 카지노 부문은 통상적으로 연간 300만명 내외의 방문객을 기반하며 방문객 내 내국인 비율이 99%를 차지
- 사업부문은 크게 카지노와 비카지노로 구분되며, 지난 2023년 연결 매출 기준 카지노 86.9%, 호텔 8%, 콘도 2%, 골프장 1%, 스키장 1%, 워터월드 1% 순으로 구성

주가 변동요인

- 드롭액 및 홀드율에 따른 카지노 매출 변동
- 카지노 산업 관련 규제 변화
- 대외외적 매크로 환경 변화에 따른 영향

자료: 대신증권 Research Center

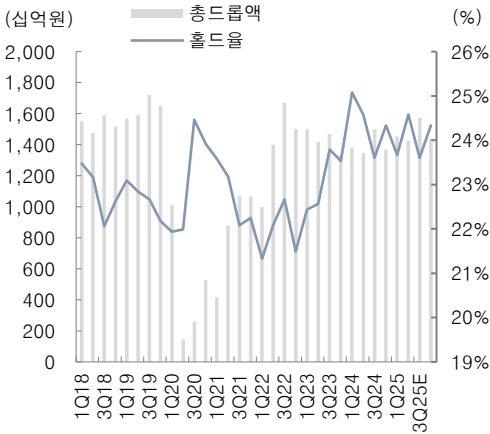
강원랜드_매출 항목별 비중



주: 2024년 연결 매출 기준
자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

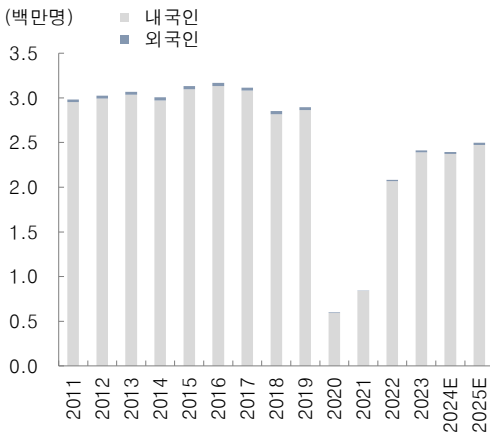
Earnings Driver

드롭액 및 홀드율 추이



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

방문객 수 추이



자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,271	1,389	1,427	1,468	1,518
매출원가	922	979	1,008	1,051	1,079
매출총이익	349	409	419	418	440
판매비와관리비	131	127	133	127	130
영업이익	218	282	286	291	310
영업이익률	17.1	20.3	20.0	19.8	20.4
EBITDA	296	363	364	370	391
영업외손익	-50	175	280	281	112
관계기업손익	0	-7	0	0	0
금융수익	28	216	179	122	128
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-60	-8	-3	-3	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-18	-26	104	162	-14
법인세비용차감전순손익	168	457	565	571	422
법인세비용	-52	-116	-108	-110	-81
계속사업순손익	116	341	457	462	341
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	341	457	462	341
당기순이익률	9.1	24.5	32.0	31.5	22.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	116	341	457	462	341
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	-1	-2	-7	-21
포괄순이익	163	333	434	393	131
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	163	333	434	393	131

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	540	1,593	2,136	2,159	1,594
PER	42.9	10.0	7.5	7.5	10.1
BPS	15,964	17,191	18,153	19,216	19,638
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EBITDAPS	1,382	1,696	1,703	1,731	1,828
EV/EBITDA	12.6	5.9	6.4	5.5	4.8
SPS	5,939	6,490	6,669	6,864	7,098
PSR	3.9	2.5	2.4	2.3	2.3
CFPS	1,423	1,675	2,265	2,298	1,613
DPS	350	930	1,170	1,250	950

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	61.2	9.3	2.8	2.9	3.4
영업이익 증가율	흑전	29.7	1.2	1.8	6.4
순이익 증가율	흑전	194.8	34.0	1.1	-26.2
수익성					
ROIC	12.4	18.0	19.6	20.2	22.0
ROA	5.4	6.6	6.2	6.0	6.1
ROE	3.5	9.6	12.1	11.6	8.2
안정성					
부채비율	22.0	21.0	21.0	21.0	22.2
순차입금비율	-36.1	-35.1	-28.9	-34.3	-37.2
이자보상배율	119.1	36.9	103.3	94.6	203.4

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,329	1,391	1,214	1,502	1,656
현금및현금성자산	101	166	244	464	544
매출채권 및 기타채권	22	24	26	26	27
재고자산	4	6	4	5	5
기타유동자산	1,201	1,195	939	1,007	1,081
비유동자산	2,839	3,058	3,487	3,473	3,476
유형자산	1,258	1,234	1,254	1,281	1,306
관계기업투자금	55	48	47	47	47
기타비유동자산	1,526	1,776	2,186	2,145	2,123
자산총계	4,168	4,449	4,701	4,975	5,133
유동부채	688	701	750	797	863
매입채무 및 기타채무	581	621	641	641	641
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	1	1
기타유동부채	107	80	109	155	221
비유동부채	65	70	67	68	69
차입금	5	3	7	6	6
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	60	67	61	62	63
부채총계	752	771	817	864	931
자배지분	3,415	3,678	3,884	4,111	4,201
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,353	3,616	3,861	4,089	4,179
기타지분변동	-174	-174	-214	-214	-214
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,415	3,678	3,884	4,111	4,201
순차입금	-1,234	-1,293	-1,123	-1,410	-1,563

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	420	338	487	399	280
당기순이익	116	341	457	462	341
비현금항목의 가감	189	18	28	30	4
감가상각비	78	80	78	79	81
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	111	-63	-51	-50	-77
자산부채의 증감	119	-7	9	-14	-14
기타현금흐름	-3	-14	-6	-79	-52
투자활동 현금흐름	-524	-203	-178	-163	-178
투자자산	-1,609	-867	-800	13	4
유형자산	-29	-70	-106	-106	-106
기타	1,114	734	728	-70	-75
재무활동 현금흐름	-1	-70	-231	-236	-253
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	2	-1	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-71	-189	-234	-251
기타	-1	-2	-42	-1	-2
현금의 증감	-105	65	78	220	79
기초 현금	206	101	166	244	464
기말 현금	101	166	244	464	544
NOPLAT	150	210	231	235	250
FCF	198	220	190	207	224

[Compliance Notice]

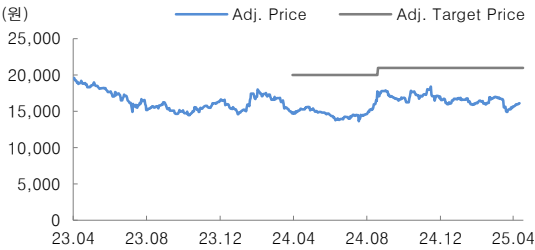
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 임수진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

강원랜드(035250) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.04.30	25.03.06	24.11.16	24.10.28	24.09.06	24.05.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	20,000
과리율(평균.%)		(23.01)	(19.81)	(18.56)	(19.11)	(26.23)
과리율(최대/최소.%)		(19.10)	(12.38)	(14.86)	(14.86)	(11.35)
제시일자	24.04.17					
투자의견	Buy					
목표주가	20,000					
과리율(평균.%)	(24.51)					
과리율(최대/최소.%)	(22.55)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250427)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상