



강원랜드 (035250)

밋밋해 보이지만 퍼즐은 하나씩 맞춰지는 중

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 22,000원

현재 주가(4/29)	16,120원
상승여력	▲36.5%
시가총액	34,487억원
발행주식수	213,941천주
52주 최고가 / 최저가	18,400 / 13,650원
90일 일평균 거래대금	75.4억원
외국인 지분율	12.8%

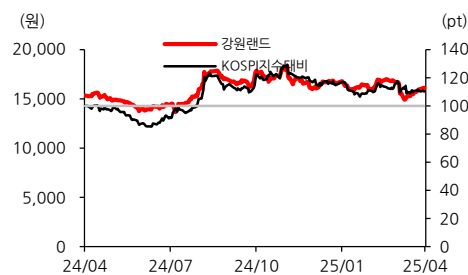
주주 구성	
한국광해광업공단 (외 1인)	36.3%
자사주 (외 1인)	6.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.8	-2.8	-6.0	6.1
상대수익률(KOSPI)	-4.1	-3.9	-4.0	10.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,389	1,427	1,473	1,517
영업이익	282	286	300	319
EBITDA	363	364	381	401
지배주주순이익	341	457	342	278
EPS	1,593	2,254	1,686	1,374
순차입금	-884	-1,032	-1,097	-1,189
PER	10.0	7.1	9.6	11.7
PBR	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.0	6.5	6.2	5.6
배당수익률	5.8	7.5	5.9	5.9
ROE	9.6	12.1	8.7	6.9

주가 추이



동사는 1분기 별도 영업이익의 777억원을 기록하며 시장 기대에 부합했습니다. 한편 오사카 복합리조트 2030 개장을 앞두고 동사 경쟁력 강화를 위한 투자는 꾸준히 진행 중입니다. 긍정적인 의견을 제시합니다.

1Q25 Review: 영업이익 컨센서스 부합

동사의 1분기 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 3,658억원, 777억원을 기록했다. 영업이익 기준 컨센서스 754억원에 부합한 실적이었다. 드롭액은 1조 4,549억원으로 YoY +5% 성장했다. 방문객 수는 전년비 +3% 성장한 약 62만명을 기록했다. Mass 방문객 수는 전년비 +2.5% 증가하는데 그친 반면, VIP 방문객 수는 전년비 +35.6% 증가했다. 다만 드롭액 및 방문객 수 증가에도 불구하고, 카지노 GGR은 전년비 소폭 하락(-1%)했는데, 전년 대비 홀드율이 부진한 탓으로 보인다. 리조트 매출의 경우 전년비 30억원 감소했는데, F&B 일부 매출의 매출 분류가 카지노로 변경(44억원)된 점을 감안하면 나쁘지 않은 분기 매출액을 기록했다. 한편 인건비가 전년비 소폭 감소(-5%)했는데 일부 퇴직금 지급 시점 차에 따른 것이다.

밋밋해 보이지만 퍼즐은 하나씩 맞춰지는 중

K-Hit 관련해 일반 영업장 확장 공사는 올 여름, 회원 영업장 리노베이션은 '27년 완공 예정이다. 비카지노 부문 확대를 위한 Master Plan도 올해 9월경 발표될 예정이다. 한편 1/23일 영월~삼척 고속도로 예비타당성 조사가 최종 통과됐다. 작년 말에는 제천~영월 사업 추진이 확정됐다. 해당 고속도로 완공(제천~삼척 구간)시 접근성 개선으로 소요 시간은 기존 대비 30분 이상 단축될 것으로 예상된다. 성공적 K-HIT 프로젝트를 위한 인프라도 차츰 갖춰지는 모습이다. 다만 여전히 외인 카지노 매출액이 매출총량제에 포함되고 있는 부분은 아쉽다. CAPA 증설에 따른 외형 성장이 확실하게 뒷받침되기 위해서는 매출총량제 문제 해결도 반드시 필요할 것으로 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 22,000원 유지

복합리조트를 위한 제반 인프라 투자 진행이 긍정적이다. 투자 등으로 실적 성장이 가파르게 나타나기 시작했던 '13년 평균 멀티플에 30% 할인을 적용했다. 긍정적인 의견을 유지한다.

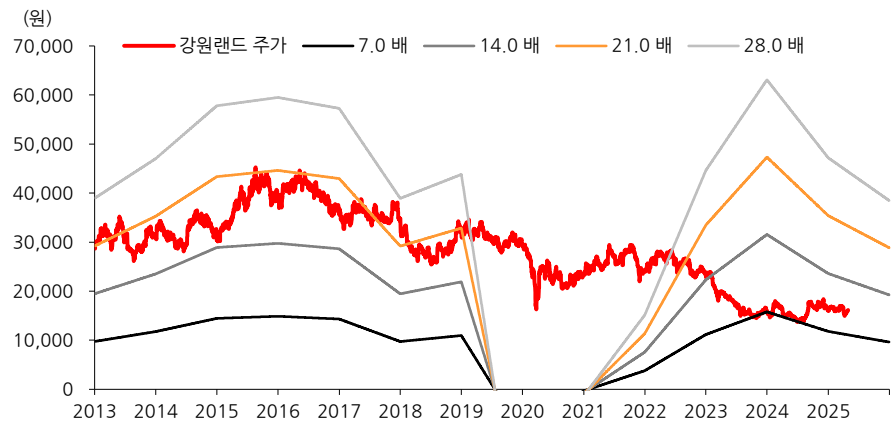
[표1] 강원랜드 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	342	278	
보통주 발행주식수	213,941	213,941	
-자기주식수	11,202	11,202	
EPS	1,686	1,374	
12mth Fwd EPS		1,582	
Target P/E		14	'13년 평균 * 30% 할인
적정주가		21,354	
최종 목표주가		22,000	
현재주가		16,120	4/30 일 기준
상승여력		36.5%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 강원랜드 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

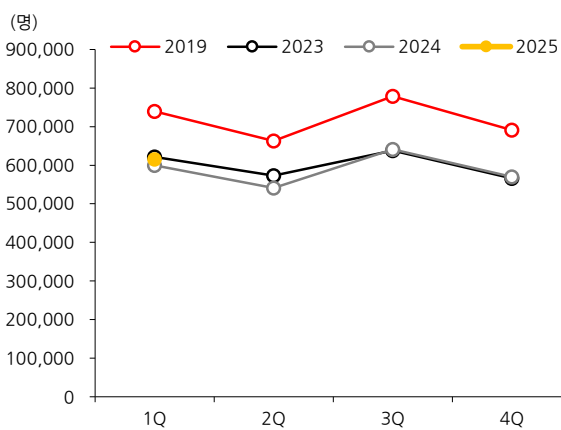
[표2] 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
입장객	2,413,082	2,373,346	2,522,263	2,597,931	604,603	546,187	646,892	575,664	621,035	568,384	706,335	626,509
드롭액	5,722	5,595	6,127	6,389	1,380	1,347	1,499	1,370	1,455	1,425	1,701	1,546
객당 드롭	2.4	2.4	2.4	2.5	2.3	2.5	2.3	2.4	2.3	2.5	2.4	2.5
홀드율	23.1%	24.4%	23.2%	23.0%	25.1%	24.6%	23.6%	24.3%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%
실적 추정												
매출액	1,389	1,427	1,473	1,517	368	338	376	344.6	365.8	330.8	411.0	365.2
카지노	1,206	1,245	1,295	1,337	316	305	320	303	317	298	356	324
GGR	1,320	1,364	1,419	1,469	346	331	354	333	344	328	391	356
하이원포인트	114	119	124	132	30	26	33	30	28	29	35	32
비카지노	183	182	178	180	52	33	56	42	49	33	55	42
매출원가	979	1,008	1,063	1,086	262	234	250	262	260	249	274	281
카지노	649	680	746	766	172	161	171	177	182	175	196	193
인건비	172	182	190	197	48	40	43	50	49	43	45	53
기금 및 세금	368	380	396	410	93	93	100	94	93	92	110	100
기타	109	118	159	159	30	27	28	32	40	40	40	40
비카지노	330	330	318	321	90	73	79	88	79	73	78	88
매출총이익	409	419	409	430	107	104	126	83	106	82	137	85
판매비	127	133	110	111	31	30	32	40	28	27	28	27
영업이익	282	286	300	319	76	74	93	43	78	55	110	57
영업이익률	20.3%	20.0%	20.4%	21.0%	20.6%	21.9%	24.8%	12.4%	21.2%	16.7%	26.7%	15.7%
지배주주순이익	341	457	342	278	93	161	91	112	78	112	92	60

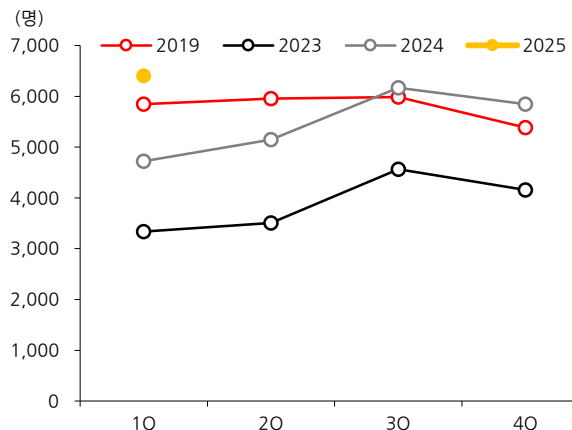
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 강원랜드 Mass 방문객 수 추이



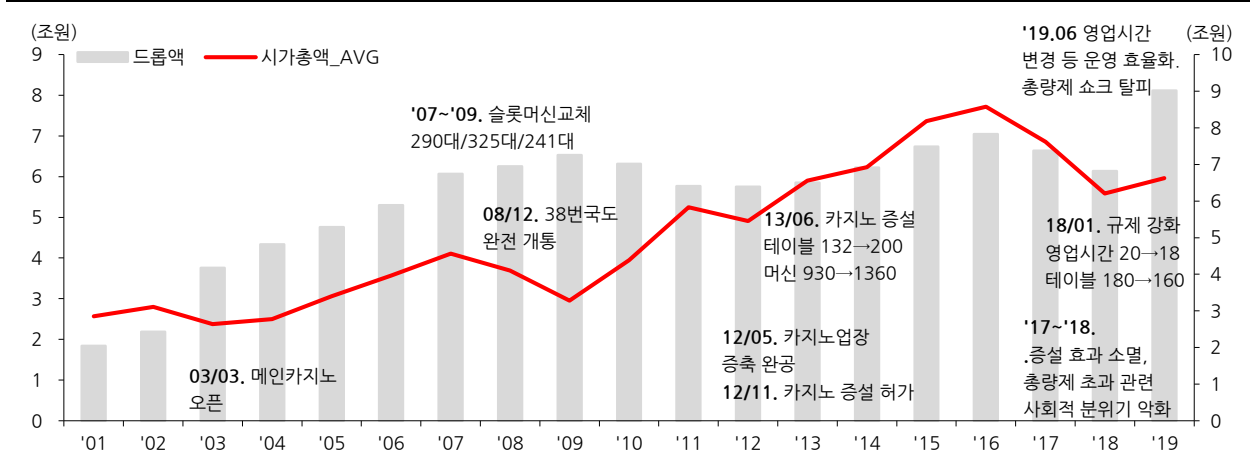
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 강원랜드 VIP 방문객 수 추이



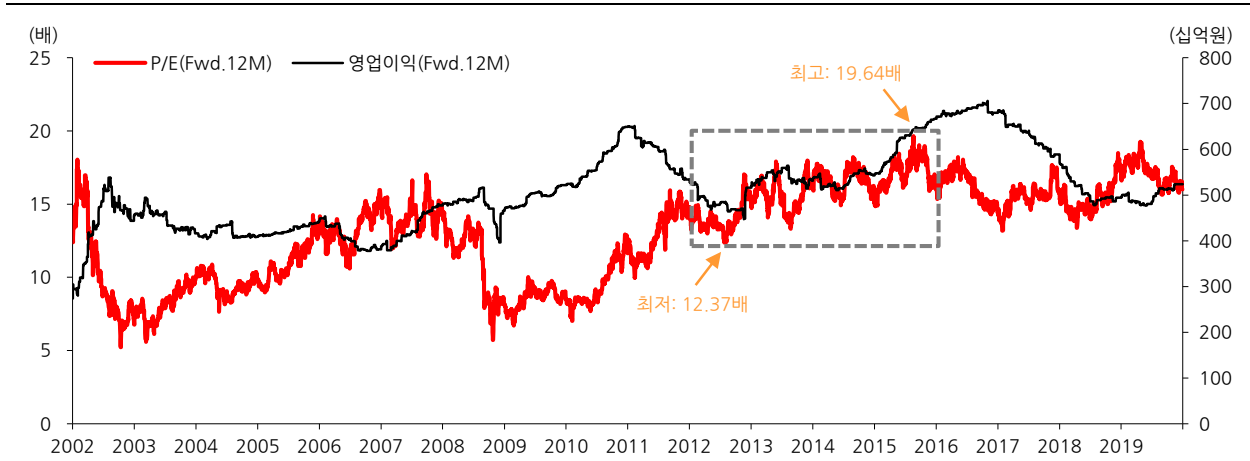
자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 강원랜드 연간 드롭액과 시가총액 추이



자료: 강원랜드, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 강원랜드의 ~2019년까지 12mth Fwd P/E 와 12mth Fwd 영업이익 컨센서스 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 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

[그림6] K-HIT 프로젝트 1.0



자료: 강원랜드, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 강원랜드, 카지노 영업 조건 변경 사항

구분	기존	향후	증가분	적용시기
1) 카지노 면적 확장 (일반영업장)	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	미정
	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	1,473	1,517
매출총이익	349	409	419	409	430
영업이익	218	282	286	300	319
EBITDA	296	363	364	381	401
순이자손익	26	25	29	13	13
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	-7	0	0	0
세전계속사업손익	168	457	565	450	368
당기순이익	116	341	457	342	278
지배주주순이익	116	341	457	342	278
증가율(%)					
매출액	-15.1	9.3	2.8	3.2	3.0
영업이익	-57.6	29.7	1.2	4.9	6.4
EBITDA	-49.8	22.6	0.4	4.7	5.1
순이익	-67.8	194.8	34.0	-25.2	-18.5
이익률(%)					
매출총이익률	27.5	29.5	29.4	27.8	28.4
영업이익률	17.1	20.3	20.0	20.4	21.0
EBITDA 이익률	23.3	26.1	25.5	25.9	26.4
세전이익률	13.2	32.9	39.6	30.5	24.3
순이익률	9.1	24.5	32.0	23.2	18.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	420	338	487	353	344
당기순이익	116	341	457	342	278
자산상각비	78	80	78	81	82
운전자본증감	119	-7	9	-20	23
매출채권 감소(증가)	-2	1	1	2	-1
재고자산 감소(증가)	-1	-1	1	0	0
매입채무 증가(감소)	141	46	21	-22	24
투자현금흐름	-524	-203	-178	-80	-94
유형자산처분(취득)	-29	-70	-106	-84	-86
무형자산 감소(증가)	-1	0	-11	-3	-3
투자자산 감소(증가)	1,114	733	741	16	4
재무현금흐름	-1	-70	-231	-243	-193
차입금의 증가(감소)	-1	1	-2	0	0
자본의 증가(감소)	0	-71	-229	-243	-193
배당금의 지급	0	-71	-189	-243	-193
총현금흐름	305	358	484	374	321
(-)운전자본증가(감소)	-182	134	-370	20	-23
(-)설비투자	29	71	107	84	86
(+)자산매각	0	1	-10	-3	-3
Free Cash Flow	457	154	738	267	255
(-)기타투자	1,672	739	1,164	9	9
잉여현금	-1,215	-585	-426	258	245
NOPLAT	150	210	231	228	242
(+) Dep	78	80	78	81	82
(-)운전자본투자	-182	134	-370	20	-23
(-)Capex	29	71	107	84	86
OpFCF	381	86	572	205	260

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,329	1,391	1,214	1,281	1,379
현금성자산	1,027	945	1,086	1,151	1,244
매출채권	22	24	26	24	25
재고자산	4	6	4	5	5
비유동자산	2,839	3,058	3,487	3,501	3,518
투자자산	1,578	1,821	2,220	2,229	2,238
유형자산	1,258	1,234	1,254	1,256	1,261
무형자산	3	2	13	16	18
자산총계	4,168	4,449	4,701	4,782	4,897
유동부채	688	701	750	732	760
매입채무	581	621	641	618	642
유동성이자부채	3	6	3	3	3
비유동부채	65	70	67	68	68
비유동이자부채	63	55	51	51	51
부채총계	752	771	817	800	828
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,353	3,616	3,861	3,960	4,046
자본조정	-174	-174	-214	-214	-214
자기주식	-174	-174	-214	-214	-214
자본총계	3,415	3,678	3,884	3,982	4,068

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	540	1,593	2,254	1,686	1,374
BPS	15,964	17,191	18,153	18,613	19,015
DPS	350	930	1,200	950	950
CFPS	1,423	1,675	2,265	1,746	1,499
ROA(%)	2.9	7.9	10.0	7.2	5.8
ROE(%)	3.5	9.6	12.1	8.7	6.9
ROIC(%)	11.2	16.5	21.4	26.2	27.3
Multiples(x, %)					
PER	42.9	10.0	7.1	9.6	11.7
PBR	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
PSR	3.9	2.5	2.4	2.3	2.3
PCR	16.3	9.6	7.1	9.2	10.8
EV/EBITDA	13.5	7.0	6.5	6.2	5.6
배당수익률	1.5	5.8	7.5	5.9	5.9
안정성(%)					
부채비율	22.0	21.0	21.0	20.1	20.4
Net debt/Equity	-28.2	-24.0	-26.6	-27.5	-29.2
Net debt/EBITDA	-325.1	-243.6	-283.3	-287.6	-296.8
유동비율	193.2	198.4	161.9	175.0	181.4
이자보상배율(배)	119.1	36.9	103.3	92.5	98.5
자산구조(%)					
투자자본	32.4	32.0	20.5	20.8	20.2
현금+투자자산	67.6	68.0	79.5	79.2	79.8
자본구조(%)					
차입금	1.9	1.6	1.4	1.3	1.3
자기자본	98.1	98.4	98.6	98.7	98.7

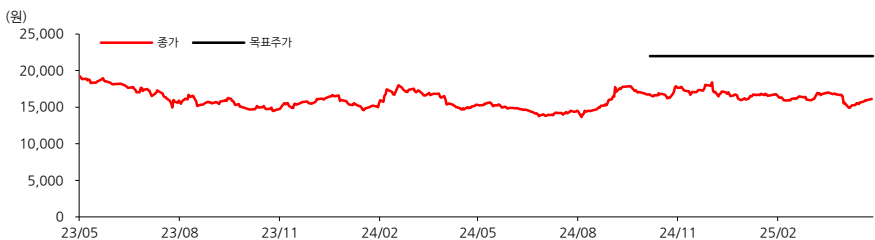
[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 04월 30일)

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 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

[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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%