SPOT ISSUE

11 Dec. 2025

DAOL 다올투자증권

(BUY, TP 21,000원)

강원랜드

NDR 후기: 꿈에 걸맞은 인프라가 필요

김혜영

인터넷·게임·레저 I hyyy@daolfn.com

● K-HIT 진행 중

- 동사는 2035년까지 약 3조원을 투입하여 복합리조트 인프라를 조성할 계획. 미디어돔 아레나, 신축 호텔 3동, 신규 그랜드카지노 등으로 구성
- 이를 통해 카지노 매출은 2.8조원, 비카지노 매출은 7,300억원이 목표
- 주요 사업은 2032년, 전체 사업은 2035년 준공을 계획하고 있지만 예비타당성 조사 면제가 되지 않는다면 기간은 보다 늘어날 가능성 有

● 매출 성장을 위해서는 규제 완화가 필수적

- 현재 일반영업장 베팅 한도는 테이블 기준 5~30만원이며 글로벌 카지노(수억원) 대비 괴리가 있음. 카지노의 사회적 영향력을 고려하면 조심스러운 부분이지만 인플레이션을 고려한 베팅 한도 상향은 필요하다고 판단
- 그렇지 않으면 정선이라는 지리적 특성을 고려하였을 때 이용자들의 방문 유인이 적어지고, 온라인 및 해외 도박으로 수요가 이동할 수 있기 때문
- 실제로 강원랜드의 분기별 방문객은 60만 명 내외로 코로나 이전 70만 명 대비 하락
- 동사는 현재 출입 기준 일수제(월 15일)에서 시간총량제(연 n시간)로 전환 추진 중. 현 방식인 일수제는 오히려 1회 방문당 게임 시간이 늘어나고 몰입도가 더 커질 수 있기 때문
- 일본, 베트남, 필리핀 등 아시아 카지노 경쟁은 점진적으로 심화 중. 특히 2030년대 초에 완공되는 일본 오사카 오픈카지노는 국내와 거리가 가깝기 때문에 동사에게 유의미한 위협으로 작용할 가능성 有

● 주요 Q&A

Q. K-HIT 프로젝트 재원?

A. 현재까지는 차입하지 않고 추진할 계획. 2028년부터 제 2카지노를 통해 매출이 성장할 것

Q. 자사주 소각?

A. 12월부터 자사주 400억원 규모로 매입할 예정. 자사주 소각은 법규대로 진행할 것

Q. 폐광기금소송결과는 언제쯤?

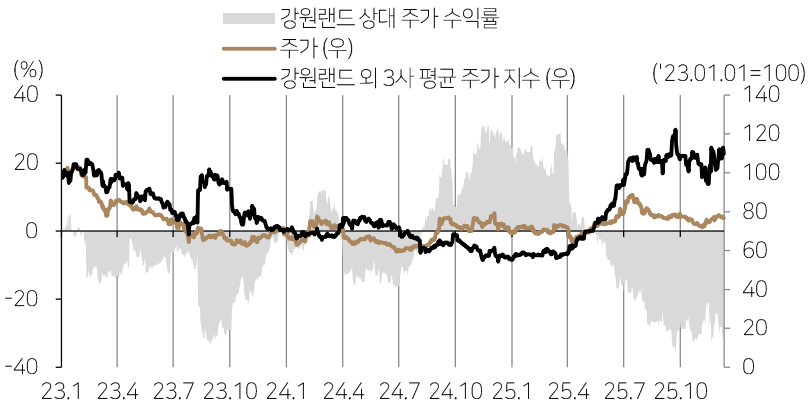
A. 언제라도 나올 수 있음. 2026년 예상

Fig. 1: 강원랜드 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배주주순이익	(십억원)	352.2	1Q26~4Q26
보통주	(천 주)	213,941	
EPS	(원)	1,646	1Q26~4Q26
적정 P/E	(배)	13.0	
적정 주가	(원)	21,000	반내림 적용
현재 주가 (12/10)	(원)	17,770	
상승 여력	(%)	18.2%	

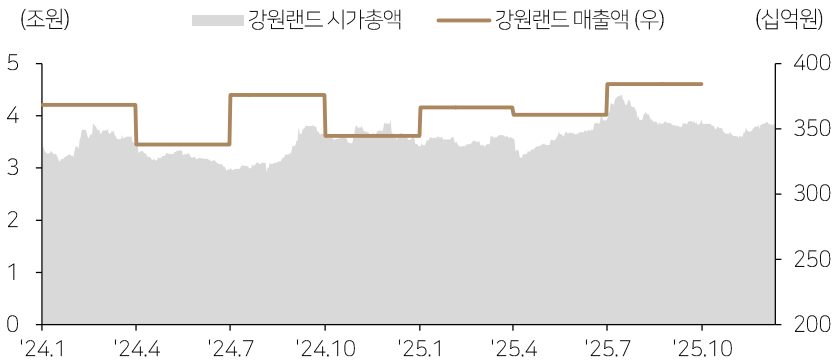
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 강원랜드 상대 주가 수익률



Note: 강원랜드 외 3사는 파라다이스, GKL, 롯데관광개발
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 강원랜드 시가총액 추이



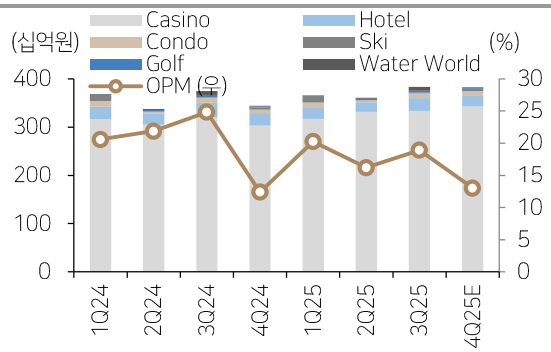
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 4: 강원랜드 분기별 실적 추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	368.4	338.0	375.9	344.6	366.3	360.8	384.1	383.1	1,426.9	1,494.4	1,545.9
Casino	316.2	305.4	320.4	303.0	316.9	331.5	333.7	343.1	1,245.1	1,325.2	1,371.1
Mass Table	161.2	146.5	161.1	148.3	160.4	152.6	166.5	172.3	617.1	651.8	669.3
VIP Membership	46.7	51.0	47.6	54.1	48.7	72.9	58.8	67.0	199.4	247.3	262.3
Slot Machines	138.0	133.6	145.1	131.0	135.3	136.0	142.7	133.6	547.7	547.6	558.6
Hotel	25.9	22.0	29.9	26.0	22.7	19.8	26.7	22.8	103.7	92.0	94.7
Condo	12.1	4.4	10.5	7.4	11.2	4.0	9.8	8.6	34.4	33.6	35.0
Ski	12.8	0.9	1.4	4.8	13.8	0.9	1.1	5.1	19.9	20.9	21.4
Golf	0.1	3.1	4.4	1.7	0.0	2.8	4.3	1.7	9.2	8.8	9.5
Water World	1.2	1.8	8.2	1.4	1.2	1.6	8.0	1.4	12.5	12.3	12.5
Subsidiaries	0.2	0.2	0.4	0.3	0.5	0.1	0.5	0.3	1.1	1.4	1.4
Machine Production	0.0	0.0	0.8	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.9	0.3	0.3
매출 y/y growth	*2.9%*	*2.1%*	*0.5%*	*5.9%*	*-0.6%*	*6.8%*	*2.2%*	*11.2%*	*2.8%*	*4.7%*	*3.4%*
Casino	*3.3%*	*3.8%*	*0.1%*	*6.1%*	*0.2%*	*8.6%*	*4.2%*	*13.2%*	*3.2%*	*6.4%*	*3.5%*
Mass Table	*-3.8%*	*-7.5%*	*-2.8%*	*-2.1%*	*-0.5%*	*4.2%*	*3.3%*	*16.2%*	*-4.1%*	*5.6%*	*2.7%*
VIP Membership	*53.8%*	*91.5%*	*13.2%*	*69.1%*	*4.2%*	*42.8%*	*23.6%*	*23.9%*	*52%*	*24.0%*	*6.1%*
Slot Machines	*-0.5%*	*-1.2%*	*2.4%*	*0.4%*	*-2.0%*	*1.8%*	*-1.6%*	*2.0%*	*0.3%*	*0.0%*	*2.0%*
Hotel	*-5.7%*	*-9.8%*	*-0.6%*	*5.3%*	*-12.2%*	*-10.0%*	*-10.7%*	*-12.3%*	*-2.7%*	*-11.3%*	*3.0%*
Condo	*8.2%*	*-13.2%*	*1.4%*	*-2.3%*	*-7.5%*	*-9.5%*	*-6.7%*	*16.4%*	*0.6%*	*-2.4%*	*4.3%*
Ski	*7.8%*	*-6.4%*	*31.8%*	*5.4%*	*7.5%*	*-4.9%*	*-14.9%*	*7.2%*	*7.8%*	*5.3%*	*2.4%*
Golf	*-79.5%*	*-12.7%*	*-2.0%*	*1.7%*	*-69.4%*	*-10.8%*	*-1.0%*	*1.2%*	*-7.4%*	*-4.4%*	*7.4%*
Water World	*-4.5%*	*-10.4%*	*9.4%*	*11.3%*	*7.0%*	*-10.2%*	*-2.4%*	*3.0%*	*4.8%*	*-2.1%*	*2.0%*
매출총이익	106.8	103.7	125.6	82.8	103.0	92.5	110.8	93.2	418.9	399.5	426.3
GPM (%)	*29.0%*	*30.7%*	*33.4%*	*24.0%*	*28.1%*	*25.6%*	*28.8%*	*24.3%*	*29.4%*	*26.7%*	*27.6%*
y/y growth (%)	*7.0%*	*-3.7%*	*1.2%*	*6.6%*	*-3.5%*	*-10.7%*	*-11.8%*	*12.5%*	*2.4%*	*-4.6%*	*6.7%*
영업이익	75.8	73.9	93.3	42.7	74.3	58.5	72.7	49.9	285.8	255.3	279.7
OPM (%)	*20.6%*	*21.9%*	*24.8%*	*12.4%*	*20.3%*	*16.2%*	*18.9%*	*13.0%*	*20.0%*	*17.1%*	*18.1%*
y/y growth (%)	*8.8%*	*-9.9%*	*1.7%*	*10.2%*	*-2.0%*	*-20.9%*	*-22.1%*	*16.7%*	*1.2%*	*-10.7%*	*9.6%*
영업외손익	47	114	24	94	23	23	72	46	280	164	381
세전이익	123	188	118	135	97	82	145	96	564	419	661
당기순이익	93	161	91	111	75	63	113	74	455	324	541
NIM (%)	*25.2%*	*47.6%*	*24.2%*	*32.1%*	*20.4%*	*17.4%*	*29.4%*	*19.3%*	*31.9%*	*21.7%*	*35.0%*
지배주주순이익	92.8	161.0	90.9	112.2	74.6	62.8	113.1	73.8	456.9	324.3	540.9
NIM (지배주주, %)	*25.2%*	*47.6%*	*24.2%*	*32.6%*	*20.4%*	*17.4%*	*29.4%*	*19.3%*	*32.0%*	*21.7%*	*35.0%*

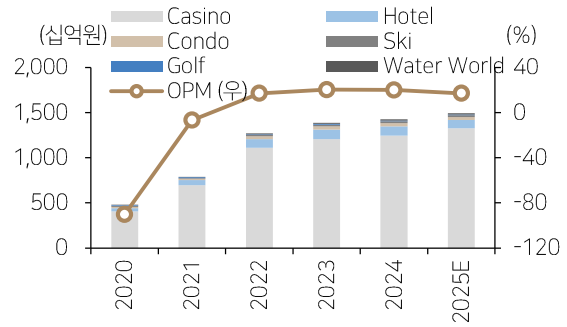
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 강원랜드 분기 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 6: 강원랜드 연간 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 7: 중장기 시설투자 추진 계획

추진 단계	내용	시기	현황
1 단계	① 제 2 카지노 신축(2028 년) ② 객실 리노베이션(2028 년 3 월) ③ 케이블카/주차장 신축(2028 년)	2025~2028 년	사업 진행 중
2 단계	① 제 3 카지노 신축(15,000 평 / 현재 카지노의 3 배 규모) ② 신축 호텔(900 실) ③ 랜드마크 시설(그랜드돔, 미디어타워, 아레나 등) ④ 예비타당성 조사 대상 사업(공공기간 총 사업비 2 천억원 이상 투자사업 대상)	2026~2032 년	예비타당성 조사 통과 필요
3 단계	① 웰니스존 ② 산림레포츠존 ③ 랜드아트존(실외 랜드마크) 등	2032~2035 년	예비타당성 조사 통과 필요

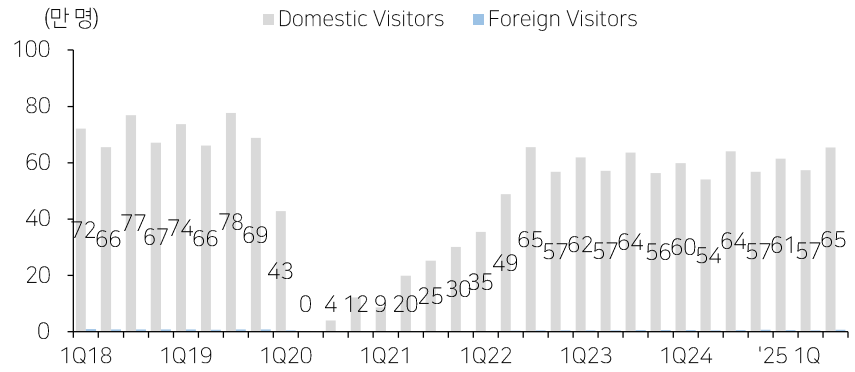
Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 8: 강원랜드 일반영업장 베팅 한도 현황

게임	인당 베팅 한도(원)	테이블 개수		적용일
		이전	이후	
블랙잭	1,000~50,000 원	8	8	2025 년 5 월 21 일
	1,000~100,000 원	24	22	
	1,000~200,000 원	14	14	
	1,000~300,000 원	12	14	
텍사스 홀덤	1,000~100,000 원	4	2	2025 년 6 월 2 일
	1,000~300,000 원	-	2	

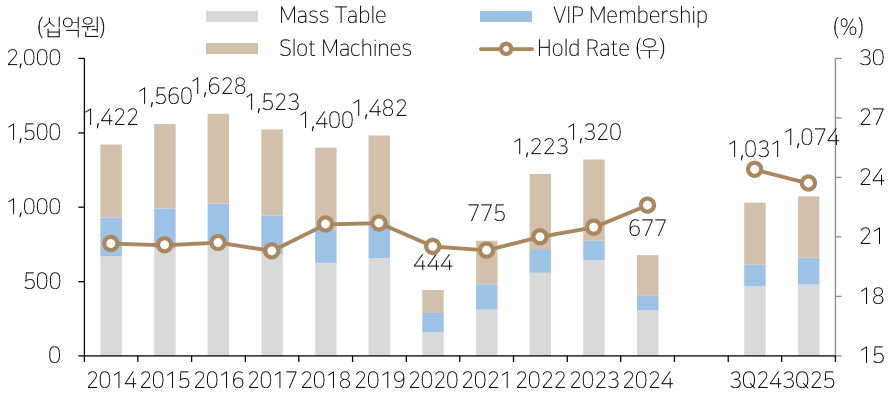
Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 9: 강원랜드 방문객 추이



Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 10: 강원랜드 GGR 추이



Source: 회사 자료, 다올투자증권

강원랜드 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,391.1	1,213.8	3,137.9	3,795.0	4,412.3
현금성자산	944.9	1,086.3	819.3	1,385.2	1,905.1
매출채권	24.2	25.7	21.1	19.2	19.5
재고자산	5.5	4.4	4.8	4.9	5.1
비유동자산	3,057.6	3,486.9	1,573.6	1,633.4	1,695.9
투자자산	1,821.4	2,219.8	231.5	239.0	246.8
유형자산	1,234.4	1,253.7	1,324.1	1,377.9	1,433.8
무형자산	1.8	13.3	18.0	16.6	15.3
자산총계	4,448.7	4,700.6	4,711.4	5,428.5	6,108.2
유동부채	701.1	749.9	657.8	650.2	671.9
매입채무	620.8	640.6	539.8	560.5	577.4
유동성이자부채	6.1	3.2	10.8	14.8	18.8
비유동부채	69.6	67.1	79.0	84.2	89.6
비유동이자부채	54.9	51.3	45.1	49.1	53.1
부채총계	770.8	817.0	736.7	734.5	761.5
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.3	129.3	129.3	129.3	129.3
이익잉여금	3,615.7	3,861.5	3,952.5	4,671.8	5,324.6
자본조정	(174.1)	(214.1)	(214.1)	(214.1)	(214.1)
자기주식	(174.1)	(214.1)	(214.1)	(214.1)	(214.1)
자본총계	3,677.9	3,883.7	3,974.7	4,694.0	5,346.7
투하자본	1,301.2	853.7	3,164.1	3,325.4	3,466.3
순차입금	(1,300.3)	(1,129.2)	(3,056.1)	(3,707.0)	(4,315.8)
ROA	7.9	10.0	6.9	10.7	6.4
ROE	9.6	12.1	8.3	12.5	7.4
ROIC	16.5	21.4	9.8	7.1	6.3

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,388.6	1,426.9	1,494.4	1,545.9	1,605.9
증가율 (Y-Y,%)	9.3	2.8	4.7	3.4	3.9
영업이익	282.3	285.8	255.4	279.7	277.8
증가율 (Y-Y,%)	29.7	1.2	(10.7)	9.5	(0.7)
EBITDA	362.7	364.3	336.8	363.0	361.1
영업외손익	175.0	279.6	163.7	381.1	200.1
순이자수익	24.8	29.0	20.0	17.2	19.6
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	96.4	11.4	12.9	13.8	15.6
세전계속사업손익	457.2	565.3	419.1	660.8	478.0
당기순이익	340.9	456.9	324.3	540.9	370.4
지배기업당기순이익	340.9	456.9	324.3	540.9	370.4
증가율 (Y-Y,%)	194.8	34.0	(29.0)	66.8	(31.5)
NOPLAT	210.4	231.0	197.6	229.0	215.3
(+) Dep	80.5	78.5	81.5	83.2	83.3
(-) 운전자본투자	134.5	(370.4)	2,290.8	102.8	79.7
(-) Capex	70.8	107.5	138.5	146.7	145.8
OpFCF	85.6	572.4	(2,150.2)	62.7	73.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	42.6	21.9	5.6	3.6	4.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	5.5	(0.3)	(0.9)
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	139.0	4.4	0.0	(0.3)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	41.0	16.6	(6.8)
영업이익률(%)	20.3	20.0	17.1	18.1	17.3
EBITDA마진(%)	26.1	25.5	22.5	23.5	22.5
순이익률 (%)	24.5	32.0	21.7	35.0	23.1

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	337.8	487.0	213.4	541.4	391.3
당기순이익	340.9	456.9	324.3	540.9	370.4
자산상각비	80.5	78.5	81.5	83.2	83.3
운전자본증감	(7.0)	8.9	(100.2)	(102.8)	(79.7)
매출채권감소(증가)	1.4	0.8	(3.1)	1.9	(0.3)
재고자산감소(증가)	(1.5)	1.1	(0.4)	(0.1)	(0.2)
매입채무증가(감소)	45.8	20.6	(96.6)	20.7	16.9
투자현금	(202.7)	(178.1)	(29.6)	(187.3)	(188.1)
단기투자자산감소	733.5	741.3	135.2	(25.4)	(26.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.1	0.5	0.7
설비투자	(70.8)	(107.5)	(138.5)	(146.7)	(145.8)
유무형자산감소	1.2	(9.8)	(7.3)	(8.3)	(8.8)
재무현금	(70.0)	(230.7)	(234.4)	186.4	290.3
차입금증가	0.9	(2.0)	0.1	8.0	8.0
자본증가	71.0	148.5	234.0	178.4	282.3
배당금지급	(71.0)	(188.5)	(234.0)	(178.4)	(282.3)
현금 증감	65.1	78.3	(50.5)	540.5	493.5
총현금흐름(Gross CF)	358.4	484.5	364.0	644.3	471.0
(-) 운전자본증가(감소)	134.5	(370.4)	2,290.8	102.8	79.7
(-) 설비투자	70.8	107.5	138.5	146.7	145.8
(+) 자산매각	1.2	(9.8)	(7.3)	(8.3)	(8.8)
Free Cash Flow	148.7	315.3	234.2	354.1	203.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.1)	(0.5)	(0.7)
잉여현금	148.7	315.3	234.3	354.6	203.9

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	1,593	2,136	1,516	2,528	1,731
BPS	17,183	18,091	18,494	21,863	24,920
DPS	930	1,170	890	1,410	980
Multiples(x,%)					
PER	10.0	7.5	11.7	7.0	10.3
PBR	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/ EBITDA	5.9	6.3	2.2	n/a	n/a
배당수익율	5.8	7.3	5.0	7.9	5.5
PCR	9.6	7.1	10.4	5.9	8.1
PSR	2.5	2.4	2.5	2.5	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	21.0	21.0	18.5	15.6	14.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	198.4	161.9	477.1	583.7	656.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	32.0	20.5	75.1	67.2	61.7
현금+투자자산(%)	68.0	79.5	24.9	32.8	38.3
자본구조					
차입금(%)	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3
자기자본(%)	98.4	98.6	98.6	98.7	98.7

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 89.4%	HOLD : 10.6%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

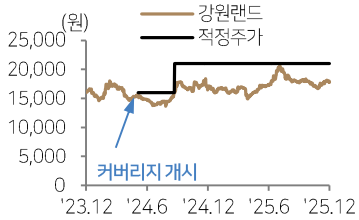
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

강원랜드 (035250)



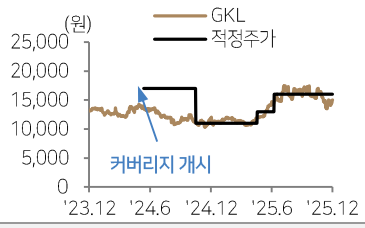
일자	커버리지	2024.05.21	2024.09.06
투자의견	개시	HOLD	BUY
적정주가		16,000원	21,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.05.21	16,000	14,593	16,490	-8.79%	3.06%
2024.09.06	21,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 12월 10일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

GKL (114090)



일자	커버리지 개시	2024.05.21	2024.10.22	2025.04.25	2025.06.18
투자의견		BUY	HOLD	HOLD	HOLD
적정주가		17,000원	11,000원	13,000원	16,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.05.21	17,000	12,102	13,650	-28.81%	-19.71%
2024.10.22	11,000	11,290	12,100	2.64%	10%
2025.04.25	13,000	13,534	15,310	4.11%	17.77%
2025.06.18	16,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 12월 2일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가