

# COMPANY INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

## ▶ 종목 정보

BUY

목표주가	18,000원	14.6%
현재주가	15,700원	
시가총액	3.4조원	
주식수 (유통주식 비중)	213,940,500주 (56.4%)	
52주 최저/최고	14,620원/20,550원	
60일-평균거래대금	111.9억원	

## ▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
강원랜드 (%)	-1.1	-12.7	-10.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-7.0	-55.2	-67.6

## ▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY		
목표주가	18,000		
2026E EPS	1,183		
2027E EPS	1,270		

## ▶ 컨센서스

커버 증권사 수	8
목표주가	22,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트  
바로가기

## 강원랜드 (035250)

### 감내하면 돌아올 성장과 배당

- BUY 투자 의견과 목표주가 18,000원(Target PER 12배)으로 커버리지 개선
- '28년 제 2카지노 오픈과 함께 매출액 및 이익 성장률 확대 기대
- '26~'27년은 성장 둔화 불가피, 단기적으로 성장 보다는 배당에 주목할 필요

**BUY 투자 의견 및 목표주가 18,000원으로 커버리지 개선:** 목표주가 18,000원 (Target PER 12배, 마카오 카지노 27E 평균 PER 10배에 20% 프리미엄 적용) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지 개선. '26~'27년은 1) 제한적인 카지노 캐파 확장, 2) 리조트 시설 리노베이션, 3) 제 2카지노 설립을 위한 투자 비용 확대 등으로 매출 성장 둔화 및 이익 역성장을 기록할 것으로 전망. 다만, '28년에는 제 2카지노 오픈 및 호텔 영업 정상화에 따른 매출과 이익의 동시 개선 기대.

**본격적인 성장은 '28년을 기다릴 수 밖에:** 동사의 본격적인 실적 성장 구간은 '28년 이후가 될 것으로 판단. 이에 대한 이유는 '28년에는 1) 제 2카지노 오픈(카지노 면적 4,390평 → 6,129평 확대)과 2) 게임기기 증설(일반 테이블 50대, 머신 250대 추가), 3) 전체 객실 1,827실 중 757실 리노베이션 완료 및 리오픈 예정이기 때문. 이에 따라, '28년에는 매출액 1.72조원(+12% y-y), 영업이익 3,105억원(+36% y-y)을 기록하며, 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 가능성이 높다는 판단.

**감내하면 성장과 동반될 환원:** 한편 단기적으로는 이익 역성장 리스크가 부각되더라도, 동사의 적극적 주주환원 정책은 성장 둔화를 감내할 수 있는 또 다른 유인이 될 수 있다는 판단. 이에 대한 이유는 동사가 1) 총 주주환원을 60% 수준의 적극적인 주주환원 정책과 2) 글로벌 카지노 업종 평균 배당성향 50%와 유사한 배당성향을 유지하고 있다는 점에 기인. 비록 단기적으로는 이익 둔화에 따른 절대적 배당 규모 확대는 어려울 수 있으나, (1) '28년 본격적인 이익 개선과 함께 주주환원 규모 확대 될 것으로 기대. 또한 (2) 동사는 과거 배당성향을 60%까지 확대하며 배당 규모를 유지했던 만큼, 이번 이익 하락 국면에서 50% 이상으로 배당성향 확대 가능성 존재.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	1,477	1,478	1,533	1,723
영업이익 (십억원)	235	212	229	311
순이익 (십억원)	318	253	272	343
EPS (adj) (원)	1,487	1,183	1,270	1,605
EPS (adj) growth (%)	-30.4	-20.4	7.3	26.3
EBITDA margin (%)	21.6	20.1	20.5	22.9
ROE (%)	8.1	6.3	6.6	8.0
P/E (adj) (배)	12.7	13.3	12.4	9.8
P/B (배)	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	10.5	8.2	7.0	4.9
Dividend yield (%)	5.0	4.1	4.5	5.7

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

## 단기 둔화를 넘어, '28년 도약 준비 중 '28년 제 2카지노 오픈과 본격화될 성장

### BUY 투자의견과 목표주가 18,000원으로 커버리지 개시

목표주가 18,000원(Target PER 12배)과 BUY 투자 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 12배는 현재 국내 카지노 업체들이 마카오 대비 프리미엄을 받는 것을 고려, 마카오 카지노 업체들 평균 PER 10배에 20% 프리미엄을 적용했다.

한편 현재 밸류에이션은 26E PER 13배, 27E PER 12배로, 이는 코로나 이후 밸류에이션 저점이었던 '24년 PER 9배 대비 높은 수준이다. 다만 동사는 '24년과 같은 밸류에이션 저점으로 회귀할 가능성은 제한적이라고 판단한다. 당시 밸류에이션 하락의 배경은 (1) 2030년 일본 오사카 카지노 리조트 개장에 대비한 경쟁 심화 우려, (2) 동사가 발표한 카지노 영업장 확장 계획의 실현 가능성에 대한 불확실성이 적용된 바 있다. 그러나 '24년 9월 카지노 규제 완화(카지노 면적 확장, 게임기구 수 증설, 외국인 전용존 이용 대상 확대)가 확인된 만큼, 과거와 같은 밸류에이션 저점으로 회귀할 가능성은 낮다는 판단이다.

다만, 동사는 단기보다는 중장기적 관점에서의 접근이 보다 유효하다고 판단된다. 단기적으로는 객실 리노베이션에 따른 운영 차질과 시설 투자 확대 영향으로 매출 성장 둔화 및 영업이익 역성장이 불가피할 전망이다. 그럼에도 불구하고 중장기적으로 긍정적 시각을 유지하는 이유는 (1) 완화된 카지노 규제를 기반으로 한 영업 환경 개선과 (2) '28년 예정된 카지노 시설 확장에 따른 추가 성장 여력이다. 비록 단기 실적 부담이 존재하나, 중장기적 관점에서 동사의 밸류에이션 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단한다.

### 강원랜드: PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,605	2028E EPS
Target P/E (배)	12	마카오 27E 평균 PER 10배에 20% 프리미엄 적용
할인율	7.0%	WACC
<b>목표주가 (원)</b>	<b>18,000</b>	

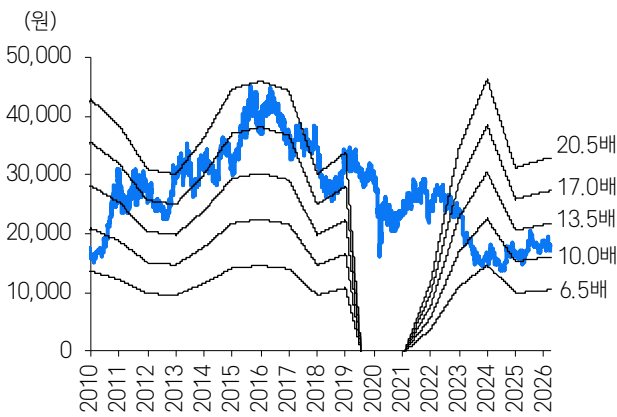
자료: 삼성증권 추정

**할인율**

<b>COE</b>	<b>7.1%</b>	
Risk free rate	2.55%	무위험지표금리(KOFR) 180일 평균
조정 베타	0.45	
Market risk premium	10.0%	
<b>COD</b>	<b>3.8%</b>	<b>한국기업평가 AA등급 금리</b>
주식 가치 가중치	1	
차입금 가중치	0	
<b>WACC</b>	<b>7.1%</b>	

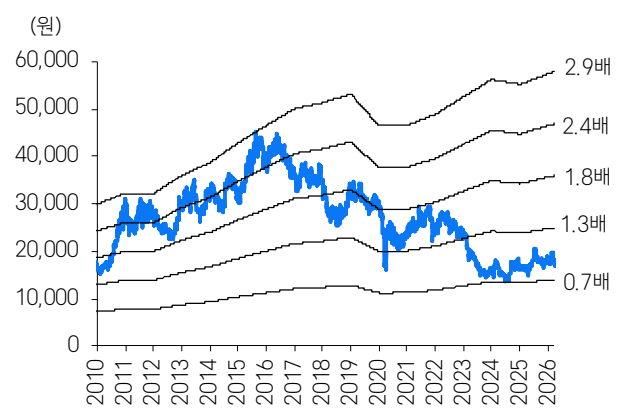
자료: 삼성증권 정리

**강원랜드 12m FWD P/E band**



자료: Bloomberg, 삼성증권

**강원랜드 12m FWD P/B band**



자료: Bloomberg, 삼성증권

**글로벌 복합리조트 도약 준비 - 단기적으로는 성장 둔화 불가피**

동사는 당분간 성장 둔화가 불가피할 전망이다. 동사는 '26년 매출액 1조 4,780억원 (flat y-y), 영업이익 2,125억원 (-10%) 및 '27년 매출액 1조 5,333억원 (+4%), 영업이익 2,293억원 (+8%)으로, 매출액 및 영업이익 성장 둔화가 지속될 것으로 전망한다. 매출액은 점진적인 카지노 규제 완화(일부 테이블 베팅 리미트 상향) 등에 따라 소폭 성장할 것으로 전망하나, 영업이익은 '28년 제 2카지노 오픈 및 객실 리노베이션에 따른 객실 영업 차질 및 투자 비용 확대로 역성장할 것으로 전망한다.

동사의 본격적인 성장은 제 2카지노 오픈과 객실 영업 정상화가 예정되어 있는 '28년부터 이루어질 것으로 전망한다. '28년은 제 2카지노 오픈에 따른 카지노 캐파 확장(카지노 면적 4,390평 → 6,129평, 게임 기기 증설-일반 테이블 50대, 머신 250대 추가)에 따라 매출액 1.72조원 (+12% y-y), 영업이익 3,105억원 (+36% y-y)을 기록하며, 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

**폐광기금소송 진행 중 - 손실 영향은 제한적인 반면, 일회성 이익 기대 가능**

한편 동사는 강원도와의 폐광기금소송 3심 결과에 따라 당기순이익이 확대될 수 있는 여지가 존재하는 상황이다. 강원랜드는 「폐광지역 개발 지원에 관한 특별법」에 따라 카지노 매출의 13%을 폐광기금으로 납부하고 있다. 다만 '21년 기준 변경 전에는 순이익의 25%에 대해 폐광기금을 부과했으며, 당시 강원랜드는 폐광기금 비용을 차감한 순이익에 대해 기금을 납부했으나, 강원도 측에서 폐광기금을 제외 전, 즉 보다 높은 순이익에 대해 기금을 납부해야 한다고 주장했다.

이에 따라 '20년 5월 강원도가 '14~'19년 과소 징수되었다고 판단한 2,250억원 규모의 추가 납부 처분에 대해 행정소송을 제기했다. 동사는 1심에서는 승소했으나, 2심에는 일부 승소 판결을 받으며 '19년분 363억원에 대해서만 납부 의무가 인정되었고, '14~'18년에 대해서는 추가 납부 의무가 소멸된 상황이다. 다만, 강원도 측에서의 상고로 현재 3심이 진행 중이다.

주목할 점은 3심 판결에 따른 추가 비용 부담은 제한적인 반면, 승소할 경우에는 약 1,880억원 규모('25년 순이익 3,180억원 대비 약 59%)의 일회성 이익이 발생할 수 있다는 점이다. 현재 동사는 전체 추정금 2,250억원 중 1,071억원을 현금으로 납부하고, 나머지는 충당부채로 반영하고 있다.

따라서 최종 승소 시 기납부 현금과 충당부채의 환입이 가능할 것으로 예상되며, '26년에 반영될 경우, 현재 26년 당기순이익 추정치 2,532억원에서 약 60%의 업사이드가 나타날 것으로 추정한다. ('26E 당기순이익 2,532억원 → 4,070억원)

**폐광기금 소송 - 3심 진행 중**

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total
강원랜드 폐광기금 납부액 (A)	143.4	161.7	166.5	158.2	124.8	145.2	899
강원도가 청구한 폐광기금 (B)	179.0	202.4	208.2	197.8	156.1	181.5	1,125
추가 납부 요구액 (B-A)	35.6	40.7	41.7	39.6	31.3	36.3	225

자료: 강원랜드, 삼성증권

강원랜드 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	366	361	384	365	379	348	392	359	1,427	1,477	1,478	1,533	1,723
카지노	317	332	334	326	330	323	350	331	1,245	1,308	1,334	1,388	1,566
기타	49	29	50	40	49	24	43	28	182	169	144	145	157
매출총이익	103	93	111	80	103	85	96	79	419	383	363	383	472
카지노	137	139	143	130	140	126	150	126	565	548	542	557	668
기타	(34)	(46)	(32)	(49)	(37)	(40)	(54)	(47)	(146)	(165)	(179)	(174)	(197)
영업이익	74	59	73	30	69	50	58	36	286	235	212	229	311
세전이익	97	82	145	66	54	88	95	73	565	389	310	333	420
순이익	75	63	113	68	40	71	78	64	457	318	253	272	343
(수익성, %)													
매출총이익	28.1	25.6	28.8	22.0	27.1	24.6	24.6	21.9	29.4	25.9	24.6	25.0	27.4
카지노	43.2	41.8	42.7	39.9	42.3	38.9	43.0	38.1	45.4	41.9	40.6	40.2	42.7
기타	(68.3)	(157.7)	(63.1)	(124.2)	(76.5)	(165.6)	(126.7)	(166.5)	(80.3)	(97.9)	(124.2)	(120.1)	(125.1)
영업이익	20.3	16.2	18.9	8.1	18.2	14.4	14.8	9.9	20.0	15.9	14.4	15.0	18.0
세전이익	26.5	22.6	37.7	18.0	14.2	25.2	24.3	20.3	39.6	26.4	21.0	21.7	24.4
순이익	20.4	17.4	29.4	18.5	10.5	20.6	19.9	17.8	32.0	21.5	17.1	17.7	19.9
(전년대비, %)													
매출액	(0.6)	6.8	2.2	6.0	3.4	(3.6)	2.1	(1.7)	2.8	3.5	0.1	3.7	12.4
카지노	0.2	8.6	4.2	7.5	4.3	(2.4)	4.7	1.5	3.2	5.0	2.0	4.0	12.8
기타	(5.2)	(10.0)	(9.2)	(4.2)	(1.8)	(17.0)	(15.5)	(28.5)	(0.4)	(7.0)	(14.8)	0.8	8.4
매출총이익	(3.5)	(10.7)	(11.8)	(2.8)	(0.3)	(7.7)	(13.1)	3.0	2.4	(8.6)	(5.1)	5.5	23.1
카지노	(5.4)	(3.9)	(4.5)	2.7	2.2	(9.4)	5.4	0.2	1.4	(3.0)	(0.4)	2.9	19.9
기타	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
영업이익	(2.0)	(20.9)	(22.1)	(30.5)	(7.2)	(14.5)	(20.3)	19.2	1.2	(17.7)	(9.7)	7.9	35.5
세전이익	(20.8)	(56.6)	23.1	(51.8)	(44.5)	7.1	(34.1)	10.9	23.6	(31.1)	(20.4)	7.3	26.3
순이익	(19.6)	(61.0)	24.4	(39.7)	(46.8)	13.8	(31.1)	(5.4)	34.0	(30.4)	(20.4)	7.3	26.3

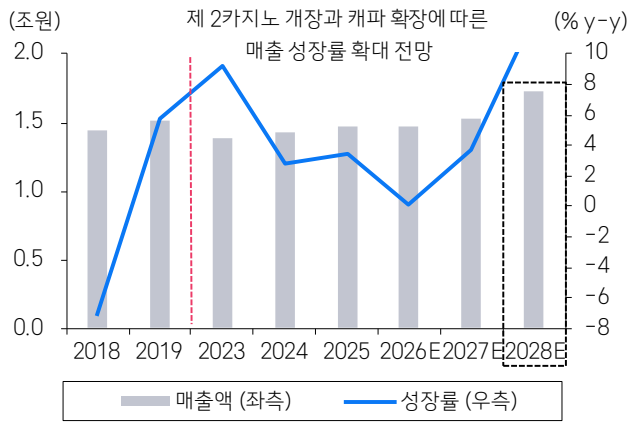
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 카지노 주요 지표 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Drop	1,454.9	1,473.3	1,602.6	1,547.5	1,500.8	1,502.9	1,634.8	1,562.0	5,595	6,078	6,200	6,451	7,209
y-y	5.5	9.4	6.9	13.0	3.2	2.0	2.0	0.9	(2.2)	8.6	2.0	4.0	11.8
Visitors	621.0	578.5	661.2	617.9	625.9	595.9	681.0	600.6	2,373	2,479	2,503	2,554	2,694
y-y	2.7	5.9	2.2	7.3	0.8	3.0	3.0	(2.8)	(1.6)	4.4	1.0	2.0	5.5
Drop per visitor	2.3	2.5	2.4	2.5	2.4	2.5	2.4	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5	2.7
y-y	2.7	3.3	4.6	5.3	2.3	(1.0)	(1.0)	3.8	(0.6)	4.0	1.0	2.0	5.9

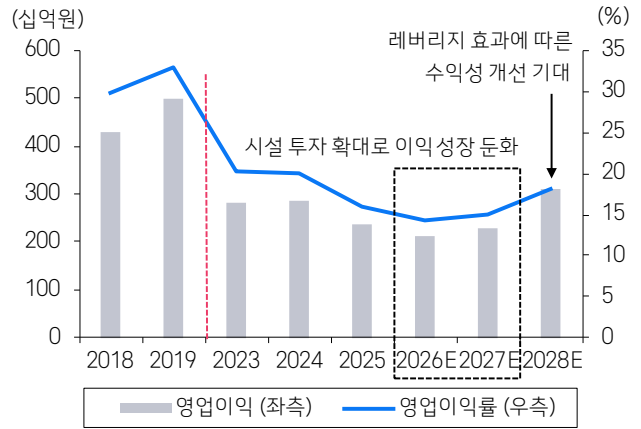
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 매출액 및 성장률



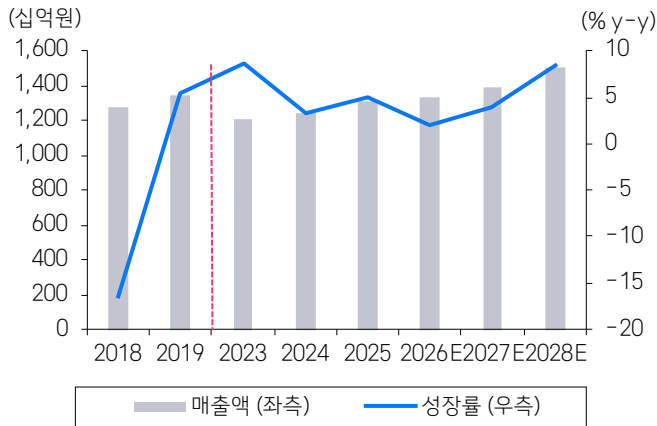
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 영업이익 및 영업이익률



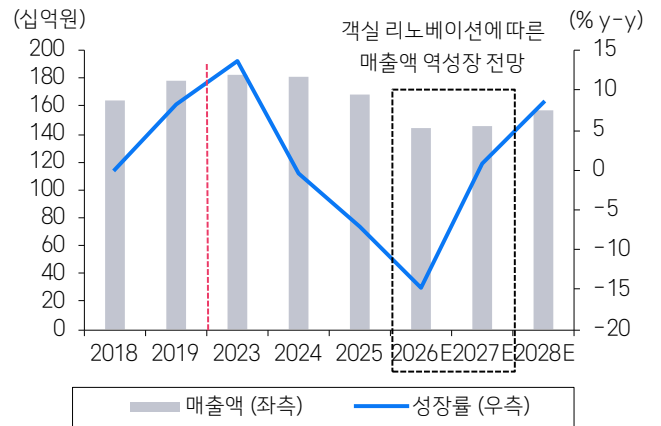
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 카지노 사업부 매출액 및 성장률



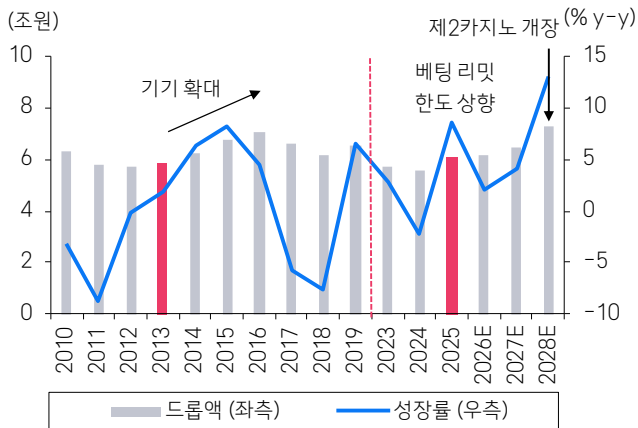
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 비카지노 매출액 및 성장률



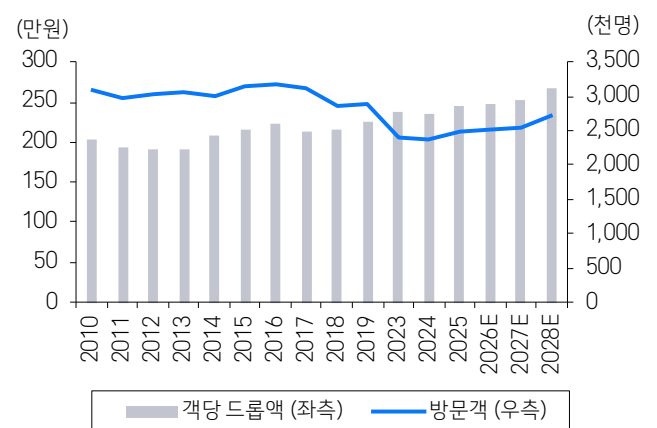
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

카지노 드롭액 및 성장률 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

객당 드롭액 추이 및 전망

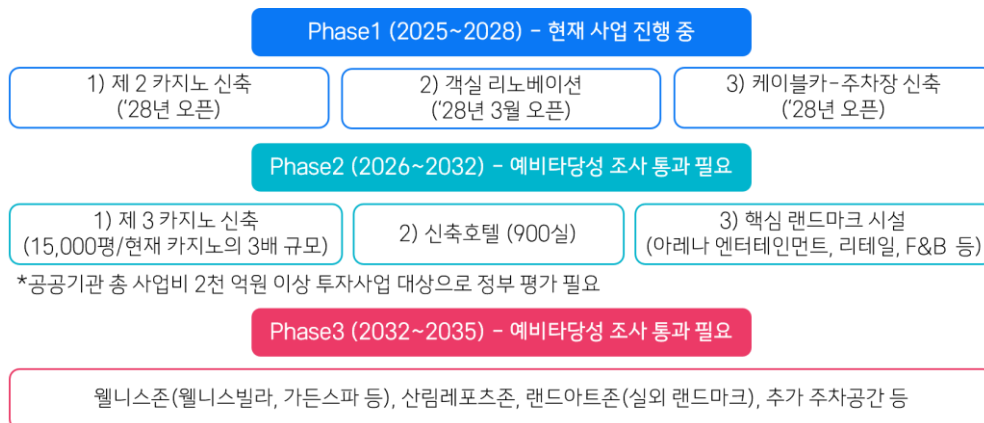


자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

## 제 2카지노 개장을 기대하며 '28년부터 성장 재개 기대

동사의 본격적인 실적 성장 구간은 '28년부터 본격화될 것으로 판단한다. 동사는 '25년 11월 글로벌 복합리조트 전환을 위한 중장기 성장 계획을 발표했으며, '32년까지 약 3조원을 투입해 연간 방문객 1,300만 명, 매출액 3.5조원 달성을 목표로 하고 있다. 이를 위해 1) 제 3카지노 오픈(15,000평, 현재 카지노 면적의 약 3배), 2) 900실 규모의 신축 호텔 개발, 3) 엔터테인먼트·리테일·F&B 등을 포함한 핵심 랜드마크 시설 조성을 추진할 계획이다.

### 강원랜드 K-HIT Project: 중장기 성장 전략



자료: 강원랜드, 삼성증권

### 2028년은 두 자릿 수 성장으로 보답

사업은 총 2단계로 나누어 진행될 예정이다. 1단계에서는 2028년까지 1) 제 2카지노 오픈(카지노 면적 4,390평 → 6,129평 확대), 2) 게임기기 증설(일반 테이블 50대, 머신 250대 추가 → 총 테이블 수 250대, 머신 1,610대), 3) 호텔·콘도 전체 객실 1,827실 중 757실 리노베이션 완료를 목표로 하고 있다.

이에 따라 2026~2027년은 대규모 투자 집행(제 2카지노 설립-1,800억원, 객실 리노베이션-2,000억원 등)과 함께 호텔 및 콘도 부문의 일시적인 매출 역성장이 불가피할 전망이다. 다만 제 2카지노 오픈과 객실 리노베이션이 마무리되는 '28년에는 매출액 1조 7,230억원(+12% y-y), 영업이익 3,105억원(+36% y-y)을 기록하며, 매출액과 영업이익 성장률이 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

### 2028년 카지노 부문 순매출액 1.6조원 기대

결국 전사 실적의 핵심 요소인 카지노 부문의 28년 순매출은 1.6조원을 기록, '25년 대비 20%, '27년 대비 13% 성장 가능할 것으로 예상된다. '28년 실적 성장의 핵심 동인은 1) 카지노 영업면적 확대와 이에 따른 2) 게임 기기 수 증가다.

이는 '13년 기기 확장 이후 약 15년 만의 유의미한 캐파 증설이라는 점에서 의미가 크다. '25년 기준 게임기기는 VIP 테이블 20대, 일반 테이블 180대, 슬롯머신 1,360대로 구성되어 있으며, '28년에는 일반 테이블 50대와 슬롯머신 250대가 추가될 전망이다.

### 카지노 시설 확대 - 2024년 9월 문체부 허가

구분	기존	변경	증가	운영 시기
카지노 면적 (일반영업장)	14,512.68㎡ (4,390평)	20,260.68㎡ (6,129평)	5,748㎡ (1,739평)	제 2카지노 영업장 완공 이후
게임 기기 수	테이블 200대, 머신 1,360대	테이블 250대, 머신 1,610대	테이블 50대 머신 250대 (모두 일반영업장)	

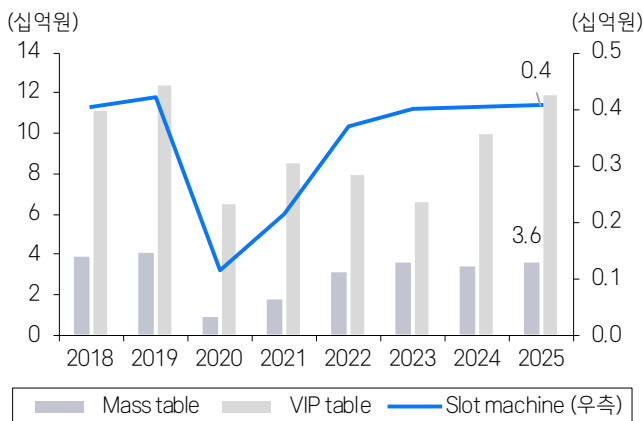
자료: 강원랜드, 삼성증권

'25년 연간 기준 일반 매스 테이블 1대당 순 매출액은 33억원, 슬롯머신 1대당 매출액은 3.6억원을 기록했으며, 코로나 시기를 제외하면 과거부터 일반테이블과 슬롯머신의 대당 매출액은 큰 변동없이 유지되는 흐름을 보여준다.

따라서 과거 게임 기구당 매출액을 적용할 경우, 일반 테이블 50대 증설에 따른 추가 매출은 약 1,660억원, 슬롯머신 250대 증설에 따른 추가 매출은 약 900억원으로, 합산 약 2,550억원('25년 전체 매출액 대비 17% 수준)의 매출 증가 효과가 가능할 것으로 전망한다. (드롭액 환산 시, 약 1조원, 홀드율 23% 가정)

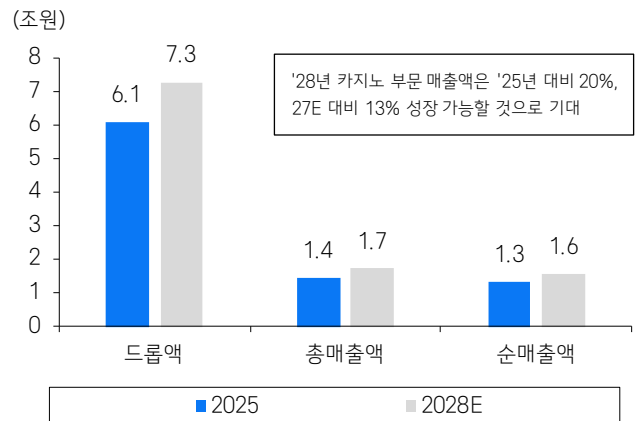
다만, 신규 기구 도입 초기에는 테이블 가동률 등이 점진적으로 이루어질 것으로 예상되는 바, Ramp-up 계수 0.7을 적용해 보수적으로 추정했으며, 이를 반영한 카지노 부문 순매출액은 1.6조원으로, 이는 '25년 매출액 대비 20%, '27년 대비 13% 성장한 수준이다.

### 테이블, 기구당 연간 GGR 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

### 테이블, 머신 증설 후 예상 드롭액, GGR, 순매출액



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

GGR per table

(KRWm)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mass table	3,912	4,118	880	1,730	3,111	3,573	3,428	3,561
VIP table	11,138	12,406	6,532	8,487	7,937	6,553	9,969	11,916
Slot Machines	405	422	114	216	371	401	403	406

자료: 강원랜드, 삼성증권

Net revenue per table

(KRWm)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mass table	3,559	3,833	750	1,626	2,910	3,356	3,224	3,322
VIP table	10,133	10,641	6,479	7,401	6,925	5,732	8,887	10,357
Slot Machines	369	380	103	188	329	358	358	359

자료: 강원랜드, 삼성증권

게임 기수 추가 증설에 따른 추가 매출액 전망

KRWb	Ramp-up		Ramp-up		Ramp-up	
드롭액	1	1,187	0.7	830	0.5	594
총매출액	1	280	0.7	196	0.5	140
순매출액	1	256	0.7	178	0.5	128

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

2028년 카지노 매출액 추정

(십억원)	2027E	증가분	2028E
드롭액	6,451	830	7,280
총매출액	1,519	196	1,715
순매출액	1,388	178	1,566

자료: 삼성증권 추정

## 주주환원 정책은 성장 둔화를 감내할 또 다른 유인

### 감내하면 성장과 동반될 환원

동사는 앞서 설명한 대로 '28년 제 2카지노 오픈 및 객실 리노베이션에 따른 객실 영업 차질 및 투자 비용 확대'로 '26년 이익 역성장을 기록할 것으로 전망되는 상황이다. 다만, 단기적으로는 이익 역성장 리스크가 부각되더라도, 동사의 적극적 주주환원 정책은 성장 둔화를 감내할 수 있는 또 다른 유인이 될 수 있다는 판단이다.

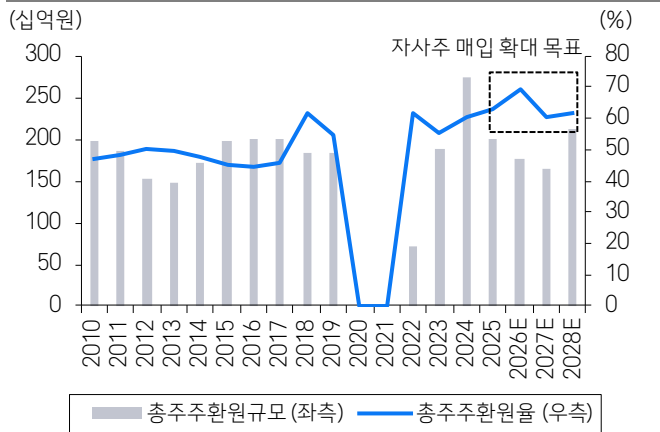
이에 대한 이유는 동사가 1) 총 주주환원율 60% 수준의 적극적인 주주환원 정책과 2) 글로벌 카지노 업종 평균 배당성향 50%와 유사한 배당성향을 유지하고 있다는 점에 기인한다. 비록 단기적으로는 이익 둔화에 따른 절대적 배당 규모 확대는 어려울 수 있으나, '28년 본격적인 이익 개선과 함께 주주환원 규모도 다시금 확대될 수 있다는 판단이다.

#### 1. 적극적인 주주환원 정책: 총 주주환원율 60% 이상 목표

##### 총 주주환원율 60% 이상 목표 제시

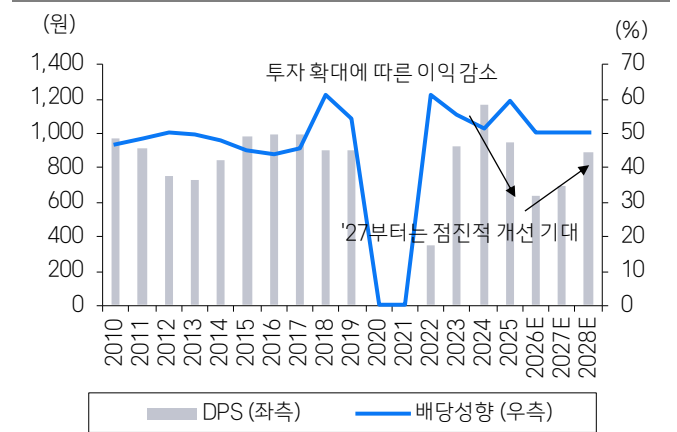
동사는 총 주주환원율 60% 이상(배당성향 최소 50%)을 목표로 제시하며, 업종 내에서도 가장 적극적인 주주환원 정책을 시행하고 있다. 실제로 '24년과 '25년 각각 총 주주환원율 60%, 63%를 기록하며 계획을 충실히 이행 중이며, 2010년 이후 50% 수준의 배당성향을 지속적으로 유지해온 점을 고려할 때 정책 이행에 대한 신뢰도 또한 높은 것으로 판단된다.

총주주환원 규모 및 주주환원율 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

DPS 및 배당성향 추이

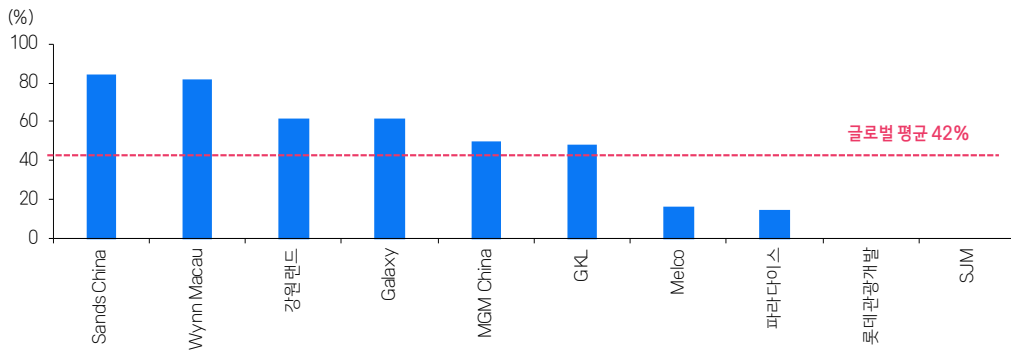


자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

**글로벌 카지노 업종 평균과 유사한 수준의 주주환원율**

이에 당사는 동사에 대해 '26년 490억원 규모의 자사주 매입 및 배당성향 50%를 가정하면 총 주주환원율은 약 68%에 달할 것으로 예상된다. 특히, 동사의 배당성향 50%는 (1) 국내 카지노 상장사의 '26, '27년 평균 배당성향이 약 25% 수준인 점은 물론, (2) 마카오 카지노 사업자들의 평균 배당성향(49%)과 비교하더라도 글로벌 상위 수준의 주주환원을 시행 중이라는 점에서 충분히 매력적이라 판단한다. 참고로, 올해 동사의 배당수익률은 현재 주가를 기준으로 4.3%, 자사주를 포함한 총 주주환원 수익은 5.5%에 달하는 것으로 추산된다.

**국내 및 글로벌 카지노 기업 배당성향**



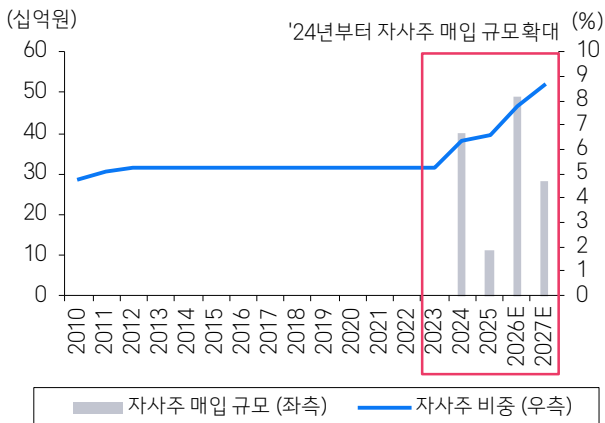
자료: Bloomberg, 삼성증권

**배당과 동반될 자사주 소각- 단기적으로 투자 심리에 긍정적으로 기여 가능**

동사가 배당 외 자사주 매입을 통해 주주환원을 확대하고 있다는 점 또한 주목할 필요가 있다. 동사는 '24~'26년 1,000억원 규모의 자사주 매입을 목표로 '26년 1분기 기준 800억원 규모의 자사주 매입을 완료했다. 이는 발행 주식 수 대비 7.4% 수준으로, '26년 하반기 약 200억원 규모의 추가 매입이 완료될 경우 동사의 자사주 보유 비중은 약 7.8%에 달할 것으로 전망된다.

또한 동사는 상법 개정에 따른 자사주 소각 의무화로 기존 보유 자사주(800억원)는 '27년 9월 이내, '26년 신규 매입 예정인 200억원은 매입일로부터 1년 이내 소각 의무가 각각 발생한다. 결과적으로 '26~'27년에 걸쳐 단계적인 자사주 소각이 가시화될 것으로 예상되며, 이는 주당가치 제고 측면에서 단기 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가된다.

**자사주 매입 규모 및 비중 추이**



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

**강원랜드 자사주 매입 현황**

매입기간	총 취득금액
2024년 10월 ~ 12월	400억원
2025년 12월 ~ 2026년 2월	400억원
2026년 계획	200억원

자료: 삼성증권

**다만, 배당주로서의 보다 높은 매력도 제고를 위해서는 다음과 같은 노력이 동반되어야 할 것**

동사는 글로벌 카지노 업종과 유사한 수준의 주주환원 정책을 유지하고 있는 점은 매력적이거나, 배당주로의 성격이 강화되기 위해서는 지속적인 DPS 성장 노력이 뒷받침되어야 한다는 판단이다. 실제로 동사는 '24년 이후 투자 확대와 이에 따른 이익 감소로 DPS가 '25년부터 하락 전환했으며, '26년 DPS는 640원으로 '24년 고점인 1,170원 대비 45% 낮은 수준으로 추정된다.

**투자 확대 구간 이후에 지속적인 이익 성장과 이에 따른 DPS 성장 가시화 필요**

따라서 향후 동사가 배당주로서의 매력도를 제고하기 위해서는 투자 확대 구간 이후에 지속적인 이익 성장과 이에 따른 DPS 성장을 실현해야 할 것으로 판단한다. 긍정적인 점은 동사는 '28년 이후 제 2카지노 오픈과 함께 본격적인 성장이 기대된다는 점이다. '28년 매출과 이익 성장과 함께 '28년 DPS는 890원을 기록, '27E 700원 대비 27% 증가할 것으로 전망되며, '24년 고점인 1,170원은 '29년 이후에 회복될 수 있을 것으로 전망된다.

**이익 감소 구간에서 배당성향 확대를 통해 배당 규모 유지 가능성**

단기적으로 이익 감소가 예상되나, 동사가 배당성향 확대를 통해 배당 규모를 유지한다면 배당주로서의 투자자 신뢰도가 보다 제고될 수 있다는 판단이다. 동사의 배당 정책 자체가 최소 배당성향 50%를 목표로 하는 만큼, 배당성향 자체가 확대될 수 있는 가능성은 존재한다. 실제로 동사는 '18년, '22년, '24년에는 50%를 상회하는 60% 내외의 배당성향을 기록한 만큼, 단기적으로도 배당성향 확대를 통한 배당 규모 유지 시나리오 또한 가능하다.

**폐광기금 승소 시, 일회성 이익을 중장기에 걸쳐 주주환원에 사용**

추가적으로 앞서 설명한 대로 동사는 강원도와의 폐광기금소송 승소 시에는 약 1,880억원 규모의 일회성 이익이 반영되며 DPS가 증가할 가능성 또한 존재한다. 해당 이익이 '26년 중 반영된다면, 연간 당기 순이익은 약 4,070억원으로, 배당성향 50% 적용 시 '26년 DPS는 약 1,030원, '27년 반영 시에는 '27E DPS 약 1,090원으로 추정된다. 이는 기존 추정치 대비 각각 약 61%, 56% 상승한 수준이다.

다만, 해당 이익을 단일 연도에 일시적으로 인식 및 환원할 경우 차기년도 DPS가 급격히 하락할 가능성이 존재한다. 따라서 동사가 일회성 이익을 2~3년에 걸쳐 자사주 매입 및 배당 확대 형태로 분산 환원함으로써 안정적인 DPS 추이를 유지할 경우, 배당주로서의 투자자 신뢰도가 보다 지속적으로 제고될 수 있을 것으로 판단한다.

**강원랜드: 폐광기금 승소에 따른 DPS 추정치 변동 시나리오**

(백만원, 원)	2024	2025	2026E	2027E
소송 결과 반영 전	565,346	389,434	309,856	332,607
세전이익	456,893	318,193	253,172	271,761
당기순이익	7.3	5.0	4.2	4.6
DPS	1,170	950	640	700
승소 반영 시	51.3	59.2	50.0	50.0
세전이익	565,346	389,434	497,856	520,607
당기순이익	456,893	318,193	406,780	425,369
DPS	1,170	950	1,030	1,090

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

**리스크 요인: 국내 유일 내국인 카지노로서 받는 규제**

동사는 국내 유일 내국인 출입 카지노로서 외국인 전용 카지노 대비 엄격한 영업 규제를 적용받고 있다. 내국인 일반 영업장의 테이블게임 최고 베팅한도는 30만원으로 제한되며, 영업시간 역시 오전 10시부터 익일 오전 6시까지 하루 20시간으로 한정되어 있어, 24시간 운영을 하는 GKL·파라디스 등 외국인 전용 카지노와 대비된다. 다만 2024년 9월 문체부 허가를 통해 영업장 면적 확대, 게임기구 증설, 외국인 전용존 베팅한도 상향(최대 3억원) 등 일부 규제들이 소폭 완화되는 추세다.

**점진적으로 완화되고 있는 규제**

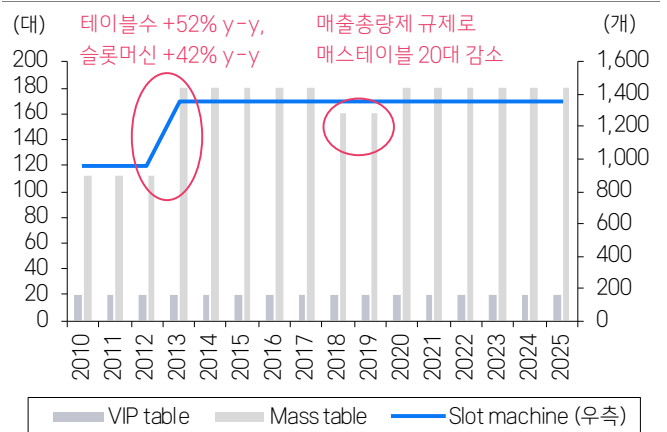
최근 일부 규제 완화 움직임이 나타나며 동사의 실적 성장 가능성이 개선되는 흐름을 보이고 있다. '25년 2분기 동사는 문화체육관광부의 허가를 받아 영업장 내 일부 테이블(6대)에 대해 베팅 리미트를 상향했다. 비록 이는 전체 테이블 200대 중 약 3% 수준에 불과하나, 이후 드롭액 성장률은 1Q25 +5%에서 2Q+9%, 3Q+7%, 4Q+13%로 점진적으로 확대되었으며, 인당 드롭액 또한 2Q25 +3%에서 3Q25 +5%, 4Q25 +5%로 상승하는 모습을 보였다. 이외에도 추가적인 규제 완화 가능성도 존재한다. 대표적으로 현재 문체부와 기존 일수제(월 15일 출입 제한)에서 시간총량제(연간 누적 방문 시간 제한)로의 전환이 논의되고 있는 것을 고려할 수 있다.

**2Q25 카지노 테이블 일부 베팅리미트 상향**

구분	게임종류	변경대상 게임기구 수	베팅리미트		설명
			변경전	변경후	
회원 영업장	바카라	2대	5만원~ 200만원	50만원 ~Difference 3,000만원	*Difference: Player측과 Banker측 베팅액차이의 한도. 시행일: 2025.5.14
			블랙잭	2대	1천원~ 10만원
일반 영업장	텍사스	2대	1천원~	1만원~	시행일: 2025.6.2
	홀덤 포커	2대	10만원	30만원	

자료: 강원랜드, 삼성증권

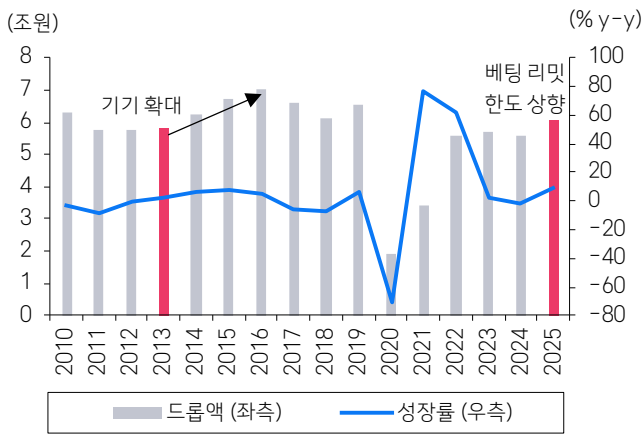
**VIP 테이블 및 Mass 테이블 수 추이**



자료: 강원랜드, 삼성증권

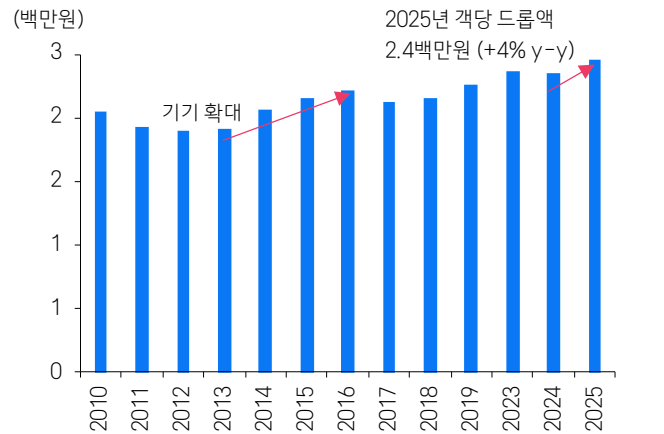
특히, 과거 2013년 기기 확대 사례에서 테이블 및 슬롯머신 증가가 수 년간의 실적 개선 효과로 이어진 점에 초점이 필요하다. 당시 테이블 수(132→200, +52%) 및 슬롯머신(960→1,360, +42%) 증가 이후 드롭액 성장률은 '13년 +2%에서 '14년 +6%, '15년 +8%로 점진적으로 확대되며, 해당 효과는 약 3~4년간 지속된 바 있다. 이를 감안할 때, 금번 베틱 한도 상향을 포함한 규제 완화 흐름이 이어질 경우 중장기적으로 드롭액 및 실적 개선이 완만하게 지속될 가능성이 높다.

드롭액 및 성장률 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권

객당 드롭액 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권

## 국내 유일 내국인 카지노 Appendix. 기업개요

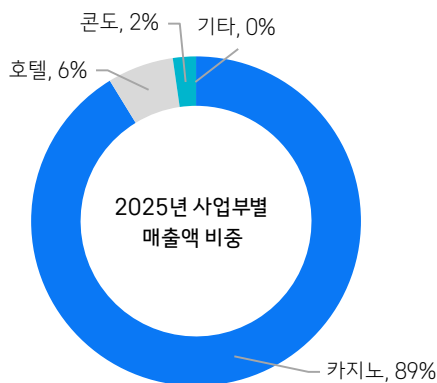
### 국내 유일 내국인 카지노로서 얻는 지위와 규제

강원랜드는 국내 유일의 내국인 출입 가능 카지노 사업자로, 카지노를 중심으로 호텔, 콘도, 스키장 등 복합리조트 사업을 영위하고 있다. 사업 구조는 카지노 부문 의존도가 높은 형태로, 전체 매출의 약 89%(25년 기준)가 카지노에서 발생하며, 비카지노 부문(호텔·콘도·레저·F&B 등)은 약 11%를 차지하고 있다.

동사는 국내 유일의 내국인 출입 카지노 사업자라는 점 외에도 타 카지노 사업자와 차별화된 특성을 보유하고 있다. 1) 동사는 폐광지역 경제 회생이라는 정책적 목적 하에 설립된 기업으로, 카지노 매출의 13%를 폐광지역 개발기금으로 납부하고 있으며, 이는 비용으로 반영되어 수익성을 제약하는 요인으로 작용한다. 또한 2) 동사는 '매출총량제' 규제를 적용받고 있어 연간 카지노 매출 성장에 대한 상한이 존재하며 이를 초과할 경우 일정 수준의 분담금을 납부해야 한다. 다만, '18년 이후 동사의 카지노 매출은 해당 총량을 초과하지 않고 있는 상황으로, 실질적인 규제 부담은 제한적인 것으로 판단된다.

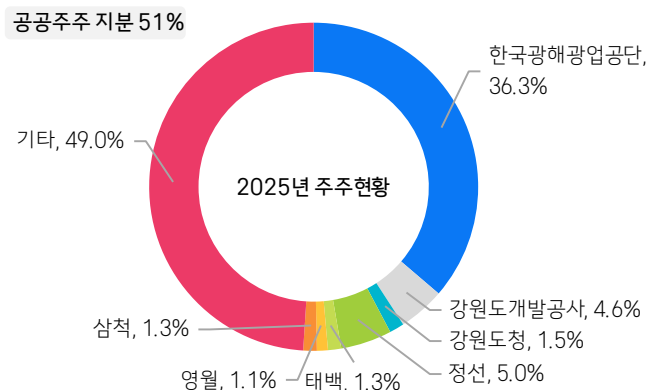
동사의 주주 구성은 공공주주가 51%를 차지하는 구조를 가지고 있다. 최대 주주는 약 36%의 지분을 보유한 '한국광해광업공단'으로, 해당 공단은 광해 방지 및 폐광지역 복구 개발 지원을 목적으로 설립된 기관이다. 이외에도 강원도개발공사가 약 4.5%, 정선군 약 5% 등 공공 기관이 주요 주주로 참여하고 있다.

2025년 사업부별 매출 비중



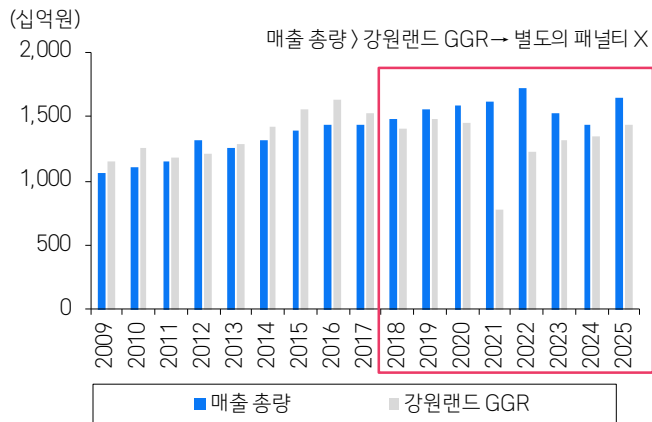
자료: 강원랜드, 삼성증권

2025년 주주 구성



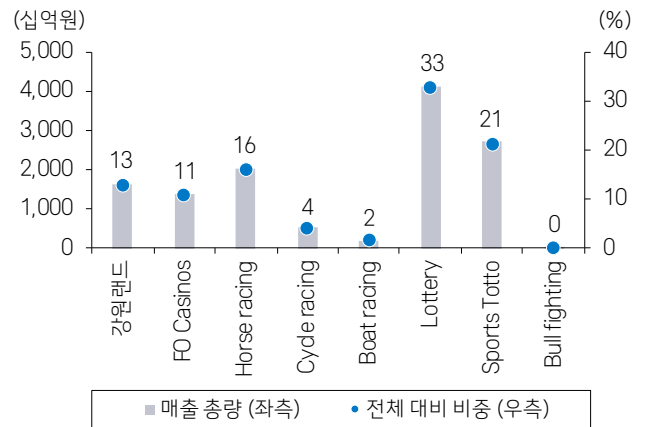
자료: 강원랜드, 삼성증권

강원랜드 GGR 및 매출총량



자료: 강원랜드, 삼성증권

매출 총량제 배분 현황



자료: 강원랜드, 삼성증권

주요 연혁

연도	주요 내용
1998	'폐광지역 개발 지원에 관한 특별법' 제정 강원랜드 설립
2000	카지노 영업 개시 (국내 유일 내국인 출입 카지노)
2003	메인 카지노 확장 이전
2005	하이원 콘도 개장
2006	코스피 상장
2009	하이원 스키장 개장
2011	하이원 호텔 개장
2012	워터월드 등 레저시설 확장

자료: 삼성증권 정리

강원랜드 이해관계자 현황



자료: 강원랜드, 삼성증권

2026. 6. 15

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>매출액</b>	<b>1,427</b>	<b>1,477</b>	<b>1,478</b>	<b>1,533</b>	<b>1,723</b>
매출원가	1,008	1,094	1,115	1,150	1,252
<b>매출총이익</b>	<b>419</b>	<b>383</b>	<b>363</b>	<b>383</b>	<b>472</b>
(매출총이익률, %)	29.4	25.9	24.6	25.0	27.4
판매 및 일반관리비	133	147	151	154	161
<b>영업이익</b>	<b>286</b>	<b>235</b>	<b>212</b>	<b>229</b>	<b>311</b>
(영업이익률, %)	20.0	15.9	14.4	15.0	18.0
<b>영업외손익</b>	<b>280</b>	<b>154</b>	<b>97</b>	<b>103</b>	<b>110</b>
금융수익	179	181	122	127	133
금융비용	3	3	2	1	1
지분법손익	-0	-1	-1	-1	-1
기타	104	-23	-21	-21	-21
<b>세전이익</b>	<b>565</b>	<b>389</b>	<b>310</b>	<b>333</b>	<b>420</b>
법인세	108	71	57	61	77
(법인세율, %)	19.2	18.3	18.3	18.3	18.3
계속사업이익	457	318	253	272	343
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>457</b>	<b>318</b>	<b>253</b>	<b>272</b>	<b>343</b>
(순이익률, %)	32.0	21.5	17.1	17.7	19.9
지배주주순이익	457	318	253	272	343
비지배주주순이익	-0	0	-0	-0	-0
EBITDA	364	320	297	314	395
(EBITDA 이익률, %)	25.5	21.6	20.1	20.5	22.9
EPS (지배주주)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
EPS (연결기준)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
수정 EPS (원)*	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>487</b>	<b>294</b>	<b>361</b>	<b>380</b>	<b>451</b>
당기순이익	457	318	253	272	343
현금유출입이없는 비용 및 수익	28	1	112	111	113
유형자산 감가상각비	78	84	84	84	84
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	-51	-83	28	26	28
영업활동 자산부채 변동	9	39	-0	-1	-2
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>-178</b>	<b>-94</b>	<b>-116</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>
유형자산 증감	-106	-116	-116	-50	-30
장단기금융자산의 증감	-19	283	-20	-21	-22
기타	-53	-261	20	50	30
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>-231</b>	<b>-244</b>	<b>-45</b>	<b>-188</b>	<b>-188</b>
차입금의 증가(감소)	-7	-1	-11	-6	-7
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-189	-234	-188	-188	-188
기타	-35	-9	154	7	7
현금증감	78	-44	200	220	240
기초현금	166	244	200	400	620
기말현금	244	200	400	620	860
<b>Gross cash flow</b>	<b>484</b>	<b>319</b>	<b>365</b>	<b>382</b>	<b>456</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>380</b>	<b>179</b>	<b>245</b>	<b>330</b>	<b>421</b>

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>유동자산</b>	<b>1,214</b>	<b>3,238</b>	<b>3,255</b>	<b>3,425</b>	<b>3,675</b>
현금 및 현금등가물	244	200	400	620	860
매출채권	7	6	18	19	21
재고자산	4	6	6	6	6
기타	958	3,026	2,831	2,780	2,787
<b>비유동자산</b>	<b>3,487</b>	<b>1,607</b>	<b>1,639</b>	<b>1,606</b>	<b>1,552</b>
투자자산	2,016	62	64	64	64
유형자산	1,254	1,318	1,350	1,317	1,263
무형자산	13	18	18	18	18
기타	204	209	207	207	207
<b>자산총계</b>	<b>4,701</b>	<b>4,845</b>	<b>4,895</b>	<b>5,030</b>	<b>5,227</b>
<b>유동부채</b>	<b>750</b>	<b>803</b>	<b>792</b>	<b>785</b>	<b>779</b>
매입채무	4	5	5	5	6
단기차입금	0	7	-4	-11	-18
기타 유동부채	746	791	791	791	791
<b>비유동부채</b>	<b>67</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>66</b>
사채 및 장기차입금	7	0	0	0	0
기타 비유동부채	61	78	74	70	66
<b>부채총계</b>	<b>817</b>	<b>881</b>	<b>865</b>	<b>855</b>	<b>845</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,884</b>	<b>3,965</b>	<b>4,029</b>	<b>4,175</b>	<b>4,381</b>
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,861	3,953	4,018	4,164	4,370
기타	-214	-225	-225	-225	-225
<b>비지배주주지분</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>	<b>-0</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,884</b>	<b>3,965</b>	<b>4,029</b>	<b>4,175</b>	<b>4,381</b>
순부채	-1,032	-708	-924	-1,154	-1,404

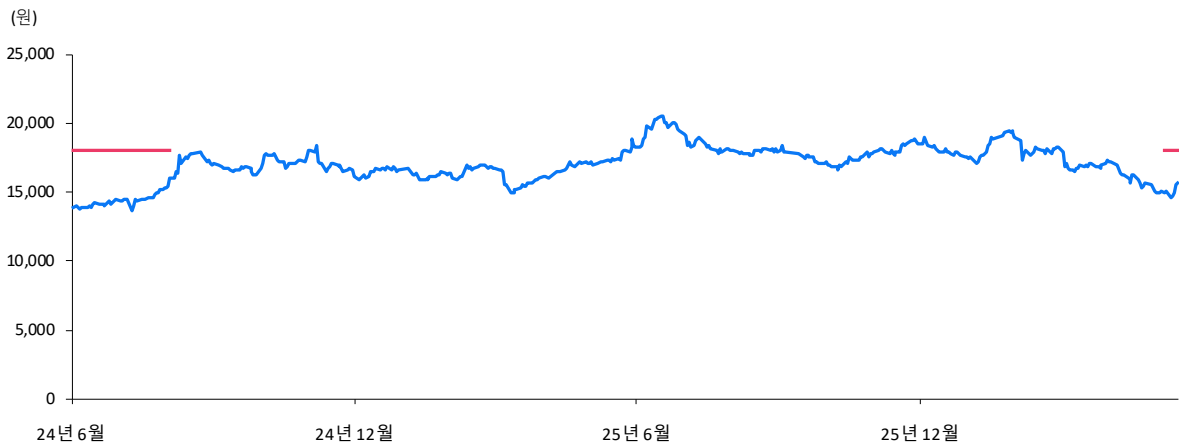
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	2.8	3.5	0.1	3.7	12.4
영업이익	1.2	-17.7	-9.7	7.9	35.5
순이익	34.0	-30.4	-20.4	7.3	26.3
수정 EPS**	34.0	-30.4	-20.4	7.3	26.3
<b>주당지표</b>					
EPS (지배주주)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
EPS (연결기준)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
수정 EPS**	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
BPS	19,379	19,841	20,430	21,361	22,714
DPS (보통주)	1,170	950	640	700	890
<b>Valuations (배)</b>					
P/E***	7.5	12.7	13.3	12.4	9.8
P/B***	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.5	10.5	8.2	7.0	4.9
<b>비율</b>					
ROE (%)	12.1	8.1	6.3	6.6	8.0
ROA (%)	10.0	6.7	5.2	5.5	6.7
ROIC (%)	34.7	29.9	30.0	40.7	64.0
배당성향 (%)	51.3	59.2	49.9	50.3	50.0
배당수익률 (보통주, %)	7.3	5.0	4.1	4.5	5.7
순부채비율 (%)	-26.6	-17.9	-22.9	-27.6	-32.1
이자보상배율 (배)	103.3	85.8	98.5	157.1	325.4

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2023/11/9	2026/6/15
투자의견	HOLD	BUY
TP (원)	18000	18000
과리율 (평균)	-14.39	
과리율 (최대/최소)	0.11	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업	산업
<b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
<b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외	<b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
<b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하	<b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2026.03.31 기준  
매수(85.2%)·중립(14.8%)·매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA