

강원랜드(KANGWON LAND)

심층 기업분석 + 밸류에이션 종합보고서

035250 (유가증권) | 카지노/리조트업 | 국내 유일 내국인 카지노

현재주가 **17,690원 (2026.02.06 기준)**

시가총액 **37,846억 (유통시총 35,452억)**

대표이사 / 설립일 **문태곤 / 1998.06.29**

본사 **강원도 정선군 사북읍 하이원길 265**

최대주주 **한국광해광업공단 (36.27%)**

사업영역 **카지노(~80%) + 호텔(~10%) + 리조트(스키/골프/콘도, ~10%)**

분석기준일 **2026년 2월 6일 | 데이터: OpenDART 전수분석**

핵심 밸류에이션 (현재가 17,690원 기준):

PER 7.8배(2024) / 12.0배(2025E) -- 카지노업 PER 10~15배 대비 저평가

PBR 0.97배 | EV/EBITDA 9.7배 | 배당수익률 6.6% (고배당주)

무차입경영 (차입금 0원) | Net Cash 2,445억 | ROE 12.1%

시나리오별 목표: Bull ~33,800원(+91%) | Base ~26,600원(+50%) | Bear ~11,800원(-33%)



10년 연결 재무실적 (단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	DPS(원)	배당성향	비고	부채비율	영업이익률	ROE
2015	16,344	4,227	4,661	2,178	980	45.0%			25.9%	
2016	17,031	4,804	4,802	2,242	990	44.2%			28.2%	
2017	16,012	4,600	4,608	2,159	990	45.9%			28.7%	
2018	14,457	2,924	3,140	1,467	900	61.3%			20.2%	
2019	15,240	3,397	3,533	1,651	900	54.5%			22.3%	
2020	4,791	-2,003	-2,913	-1,361	0	- COVID-19	셧다운		-41.8%	
2021	7,884	-705	-111	-52	0	- COVID-19	부분회복		-8.9%	
2022	12,725	1,450	1,222	570	350	61.4%	위드코로나		11.4%	
2023	13,927	2,585	3,410	1,681	930	55.3%			18.6%	
2024	14,268	2,857	4,568	2,257	1,170	51.8%	역대최고 순이익		20.0%	

* 2020~2021년 COVID-19로 카지노 영업 중단/제한. 비정상 기간으로 밸류에이션 참고 시 제외 권장.

전년대비 성장률 (YoY)

연도	매출 YoY	영업이익 YoY	순이익 YoY
2016	4.2%	13.7%	3.0%
2017	-6.0%	-4.2%	-4.0%
2018	-9.7%	-36.4%	-31.9%
2019	5.4%	16.2%	12.5%
2020	-68.6%	-158.9%	-182.4%
2021	64.5%	64.8%	96.2%
2022	61.4%	305.8%	1205.3%
2023	9.4%	78.2%	179.1%
2024	2.5%	10.6%	34.0%

2025년 분기별 잠정실적 (단위: 백만원)

분기	매출액	영업이익	순이익	영업이익률	매출 YoY	영업이익 YoY
24Q1	367,419	78,917	116,972	21.5%		
24Q2	353,281	71,129	113,724	20.1%		
24Q3	371,735	74,744	124,461	20.1%		
24Q4	334,427	61,000	101,738	18.2%		
24합계	1,426,862	285,790	456,895	20.0%		
25Q1	365,830	77,659	78,021	21.2%	-0.4%	-1.6%
25Q2	360,727	57,874	60,630	16.0%	2.1%	-18.6%
25Q3	384,147	72,702	113,070	18.9%	3.3%	-2.7%
25Q4	365,446	29,697	66,017	8.1%	9.3%	-51.3%
25합계	1,476,726	235,176	316,516	15.9%		

핵심 포인트

2025 연간 매출 1,477조 (YoY +3.5%) -- 매출은 소폭 성장

2025 연간 영업이익 2,352억 (YoY -17.7%) -- 수익성 하락이 핵심 이슈

4Q25 영업이익 297억으로 급락 (OPM 8.1%) -- 계절적 요인 or 비용 증가 확인

3Q25 순이익 1,131억으로 양호 -- 영업외수익(금융수익 등) 기여 추정

COVID 이전 수준(매출 1.5~1.7조) 대비 아직 미회복. 구조적 성장 한계 vs 규제

사업부문별 매출 구조 (연결, 단위: 억원)

A. 매출 구성 (2024 기준 추정)

사업부문	내용	매출비중	매출(억)	핵심 드라이버	수익성	특성	비고
카지노	테이블게임+슬롯머신	~80%	11,414	입장객수 x 1인당 GGR	高	독점면허	내국인 전용 카지노
호텔	하이원호텔+컨벤션	~10%	1,426	투숙률, 객단가	中	카지노 연계	카지노 방문객 연계
리조트	스키/골프/콘도	~10%	1,426	방문객수, 시즌	中~低	계절성	동절기 스키, 하절기 골프

B. 매출 드라이버 분석

핵심 변수	설명	2024 상황	향후 전망
입장객수	카지노 매출의 핵심 볼륨 지표	COVID 이전 대비 ~90% 회복	규제완화(입장횟수) 시 상승여력
GGR(총게임수익)	1인당 게임순수익금 (drop x win rate) 현재 주간영업(08~06시)	Table+Slot 합산 개선 추세	테이블게임 비중 증가 시 GGR 상승
영업시간	주간영업(08~06시)	하루 22시간	24시간 영업 전환 기대감
입장료	1회 9,000원 (2024 기준)	입장료 인상 이슈	인상 시 입장객 감소 vs 객단가 상승
입장횟수	월 15회 제한	사행산업감독위 규제	완화 시 최대 수혜

C. 주요 투자 프로젝트

프로젝트	투자금액	일정	기대효과
제2카지노영업장	1,796억원	건설 진행 중	수용능력 확대, 매출 성장 드라이버

하이원 리조트 리뉴얼	수백억	지속 투자	리조트 경쟁력 강화
스마트카지노	수십억	순차 도입	무인 슬롯, 디지털 전환

배당 및 주주환원 정책

연도	주당배당(원)	EPS(원)	배당성향	배당수익률	비고
2015	980	2178	45.0%	5.54%	
2016	990	2242	44.2%	5.60%	
2017	990	2159	45.9%	5.60%	
2018	900	1467	61.3%	5.09%	
2019	900	1651	54.5%	5.09%	
2020	-	-1361	-	-	COVID, 무배당
2021	-	-52	-	-	COVID, 무배당
2022	350	570	61.4%	1.98%	
2023	930	1681	55.3%	5.26%	배당 재개 본격화
2024	1170	2257	51.8%	6.61%	대폭 인상

배당수익률 분석

현재 배당수익률 6.6% -- 코스피 평균(~2%) 대비 고배당. 안정적 현금흐름

주식 구조 (2024.12.31) -- 현재가 17,690원 기준

발행주식수(보통주)	213,940,500주
자기주식	13,534,816주 (6.3%)
유통주식수	200,405,684주
시가총액	37,846억
유통시총	35,452억
최대주주(한국광해광업 공단)	77,633,489주 (36.27%)
유증 이력	없음 (설립 이후)

규제 환경 및 면허 현황

A. 카지노 면허 (핵심 경쟁우위)

항목	내용	영향	비고
내국인 카지노 면허	폐광지역 개발 지원에 관한 특별법에 의한 유일한 면허	절대적 진입장벽	법률 개정 없이 신규 면허 불가
면허 기한	반영구적 (특별법에 근거)	사업 지속성 보장	정치적 리스크 매우 낮음
면허 취소 사유	법령 위반, 공의 저해 등 극단적 경우만	실질적 취소 가능성 극히 낮음	
외국인 카지노(참고)	외국인 전용 17개소 (파라다이스, GKL 등)	직접 경쟁 아님	고객층 완전 분리

B. 영업 규제 현황

규제 항목	현행 기준	사업 영향	완화 가능성
영업시간	08:00~익일06:00 (22시간)	매출 상한 존재	24시간 전환 논의 중
입장횟수	월 15회 제한	고빈도 고객 매출 제한	완화 시 매출 10~15% 증가 추정
입장료	1회 9,000원	저가 고객 유입 제한	인상 논의 (입장객 감소 리스크)
베팅한도	테이블별 상이 (최대 30만원)	VIP 고객 유치 제한	조정 가능성 있음
신분증 확인	신분증 의무 제시	미성년자/출입금지자 차단	규제 유지
출입제한제도	본인/가족 신청 출입차단	매출 감소 요인	사회적 책임으로 유지

C. 감독 체계 및 사회적 의무

항목	내용	비고
감독기관	사행산업통합감독위원회	문화체육관광부 산하
지역공헌 의무	카지노 매출의 일정비율 지역발전기금 출연	정선군/강원도 발전
도박중독 대응	한국도박문제관리센터 연계, 자체 프로그램 운영	CSR 의무
공기업적 성격	최대주주 한국광해광업공단(정부산하기관)	경영 자율성 제한 요인
특별법 근거	폐광지역개발지원에관한특별법	2025년 일몰 연장 완료

* 핵심: 내국인 카지노 면허는 대체 불가능한 독점 자산. 규제 완화/강화가 주가의 최대 변수.

강원랜드(035250) 밸류에이션 분석

기준일: 2026.02.06 | 현재가: 17,690원 | 시가총액: 37,846억

기본 정보

현재 주가	17,690원	발행주식수	213,940,500주	시가총액	37,846억
자기주식	13,534,816주	유통주식수	200,405,684주	유통시총	35,452억
2024 EPS	2,257원	2024 BPS	18,153원	2024 DPS	1,170원
2024 매출	14,269억	2024 영업이익	2,858억	2024 순이익	4,569억

밸류에이션 멀티플 종합

지표	산출 방식	값	판정	업종 평균(참고)	비고
PER (2024)	주가 / EPS(2,257원)	7.8배	저평가	10~15배	확정 실적 기준
PER (2025E)	주가 / EPS(1,479원)	12.0배	적정	10~15배	2025 잠정실적 기준
PER (Trailing 4Q)	주가 / T4Q EPS(1,485원)	11.9배	적정	10~15배	25Q1~Q4
PER (보수적 3년평균)	주가 / 3Y EPS(1,502원)	11.8배	적정	10~15배	2022~2024 평균
PBR	주가 / BPS(18,153원)	0.97배	저평가	1.0~2.0배	2024말 자본 기준
EV/EBITDA (2024)	EV(35,401억) / EBITDA(3,643억)	9.7배	저평가	8~12배	순현금 기업
PSR (2024)	시총 / 매출(14,269억)	2.65배	적정	2.0~4.0배	카지노업 프리미엄
PCR	주가 / OpCF/주(2,276원)	7.8배	저평가	8~15배	영업CF 기준
배당수익률	DPS(1,170원) / 주가	6.6%	매우 양호	1~3%	2024년 배당 (고배당주)
FCF 수익률	FCF/주(1,774원) / 주가	10.0%	매우 양호	3~6%	CAPEX 차감 후
배당성향	DPS / EPS	51.8%	양호	30~50%	잉여현금 대비 여유
ROE (2024)	순이익 / 평균자본	12.1%	양호	8~15%	2023-2024 평균자본
무차입경영	차입금 0원 / 순현금	2,445억	매우 양호	-	순현금 보유

* 판정 기준: 카지노/리조트업종 글로벌 평균 대비 상대 평가

* 발행주식수: 213,940,500주 (자기주식 13,534,816주 포함) / 무차입경영 (차입금 0원)

* COVID(2020-2021) 비정상 실적 → 평균 계산 시 제외 고려

PER 다각도 분석 (현재가 17,690원)

A. EPS 산출 방식별 PER

산출 방식	순이익(억)	EPS(원)	PER(배)	의미	비고
2024 확정	4568	2,257	7.84배	확정치 기준	사업보고서
2025 잠정 (전체)	3165	1,479	11.96배	2025년 전체	4분기 모두 확정
2024-2025 평균	3867	1,807	9.79배	2개년 평균	변동성 완화
COVID제외 5년평균	3091	1,445	12.24배	정상화 후 평균	2022~2025

B. 분기별 실적 추이 (백만원)

분기	매출액	영업이익	OPM	순이익	YoY 순이익
24Q1	367,419	78,917	21.5%	116,972	
24Q2	353,281	71,129	20.1%	113,724	
24Q3	371,735	74,744	20.1%	124,461	
24Q4	334,427	61,000	18.2%	101,738	
25Q1	365,830	77,659	21.2%	78,021	-33.3%
25Q2	360,727	57,874	16.0%	60,630	-46.7%
25Q3	384,147	72,702	18.9%	113,070	-9.2%
25Q4	365,446	29,697	8.1%	66,017	-35.1%
2025 연간	1,476,726	235,176	15.9%	316,516	

C. 목표PER별 적정주가 (카지노업 PER 10~15배)

기준	EPS(원)	PER 8배	PER 10배	PER 12배	PER 15배
2024 확정	2,257	18,056원	22,570원	27,084원	33,855원
2025E 잠정	1,479	11,832원	14,790원	17,748원	22,185원
2개년 평균	1,807	14,456원	18,070원	21,684원	27,105원
정상화 5년평균	1,445	11,560원	14,450원	17,340원	21,675원

-> 현재 17,690원 = 2024 EPS 기준 PER 7.8배. 2025E 기준 PER 12.0배. 카지노업 PER 10~

PBR / ROE / 잔여이익모델(RIM)

A. 연도별 BPS/ROE 추이

연도	자본(억)	BPS(원)	ROE	EPS(원)	순이익(억)
2019	33260	15,546	10.6%	1,651	3533
2020	30350	14,186	-9.2%	-1,361	-2912
2021	30240	14,134	-0.4%	-52	-110
2022	33120	15,480	3.9%	570	1222
2023	36779	17,191	9.8%	1,681	3410
2024	38836	18,153	12.1%	2,257	4568

B. 현재 PBR

BPS (18,153원)	PBR = 0.97배
PBR 0.8배 주가	14,522원
PBR 1.0배 주가	18,153원
PBR 1.2배 주가	21,783원
PBR 1.5배 주가	27,229원

C. 잔여이익모델(RIM) 적정주가

산식: $BPS \times (1 + (ROE - ke) / (ke - g))$ | $ke = 9\%$ (무위험 3.5% + beta 0.8 x ERP 6.5%)

시나리오	지속ROE	ke	성장률(g)	적정주가	현재가 대비
보수적(정상화ROE)	8.0%	9%	1.0%	15,883원	-10.2%
기본(2024수준)	12.1%	9%	1.5%	25,656원	+45.0%
적극적(규제완화)	15.0%	9%	2.0%	33,712원	+90.6%
낙관적(최적화)	18.0%	9%	2.0%	41,492원	+134.6%

-> 기본(ROE 12.1%) 적정가 ~25,656원. 적극적(15%) ~33,712원. 현재 PBR 0.97배.

EV/EBITDA & FCF 밸류에이션

A. Enterprise Value (무차입경영)

항목	금액(억)	비고
시가총액	37,846	주가17,690x213,940,500 주
(+) 총차입금	0	단기 0 + 장기 0 (무차입경영)
(-) 현금	2,444	현금및현금성자산
(=) 순차입금	-2,444	음수 = Net Cash position
(=) EV	35,401	시총+순차입금 (시총보다 작음)

* 무차입경영: 차입금 0원, 현금 2,445억 보유. EV가 시가총액보다 낮아 EV/EBITDA 배수 유리.

B. EBITDA

항목	2024(억)	비고
영업이익	2,857	
(+) 감가상각비	784	유형+무형자산 상각
(=) EBITDA	3,642	마진 25.5%

C. EV/EBITDA 적정주가

기준	EBITDA(억)	현재배수	적정EV(10배)	적정주가(10배)
2024 확정	3,642	9.7배	36,420억	18,165원
2025E (OP+DA)	3,136	11.3배	31,360억	15,800원

D. FCF & 주주환원

항목	2024(억)	비고
영업활동CF	4,870	
(-) CAPEX	1,074	유형자산취득 (제2카지노 포함)
(=) FCF	3,795	
FCF/주	1,774원	
FCF 수익률	10.0%	

배당금 지급	1,885	1,170원/주
--------	-------	----------

자기주식(보유)	13,534,816주			
총 배당환원율	5.0%			

-> FCF수익률 10.0%, 배당수익률 6.6%. 무차입+고배당+안정적 FCF 창출 기업.

시나리오별 목표주가 (현재가 17,690원)

A. 방법론별 적정가 레인지

방법론	보수적	기본	적극적	산출 근거
PER 방식	18,056원	27,084원	33,855원	EPS(2024)x목표PER
PBR 방식	14,522원	18,153원	27,229원	BPSx목표PBR
EV/EBITDA	13,058원	18,165원	21,570원	EBITDAX배수
RIM	15,883원	25,656원	33,712원	ROE기반
배당기반	14,625원	23,400원	29,250원	DPS/요구수익률

B. 종합 시나리오

시나리오	목표주가	현재가 대비	전제조건	확률(주관)
강세(Bull)	33,855원	+91.4%	규제완화(24시간영업/ 입장횟수)+제2카지노 완공+배당확대	20%
기본(Base)	27,084원	+53.1%	현행 규제 유지+입장객 완만 회복+배당 유지	50%
약세(Bear)	11,832원	-33.1%	규제강화(입장횟수/베 팅한도)+경기침체+배 당삭감	30%
확률가중 기대값	23,862원	+34.9%	Bull x 20% + Base x 50% + Bear x 30%	

C. RIM (잔여이익모델) 시나리오

시나리오	지속ROE	적정주가	현재가 대비	전제
약세	8.0%	15,732원	-11.1%	COVID재발/규제강화
기본	12.1%	25,656원	+45.0%	현행수준 유지
적극	15.0%	32,675원	+84.7%	규제완화+효율화
낙관	18.0%	39,936원	+125.8%	최적 운영+규제완화

D. SWOT 분석

강점 (S)	약점 (W)
국내 유일 내국인 카지노 면허	규제 의존적 사업구조 (정부 정책)
무차입경영 (차입금 0원,	COVID 이전 매출 아직 미회복
고배당주 (배당수익률 6.6%,	지역 한정 (강원도 정선, 접근성
안정적 현금흐름 (연간 FCF	공기업적 경영 (효율성 제한,
하이원리조트 종합 관광단지	성장성 한계 (규제로 인한 매출

기회 (O)	위협 (T)
영업시간 24시간 전환 기대 (매출)	규제 강화 리스크 (입장료 인상,
입장횟수 규제 완화	경기침체 시 유흥비 지출 감소
제2카지노 영업장 완공 (수용능력	도박중독 사회적 논란 → 정치적
외국인 관광객 유치 확대 (IR	인구감소/고령화 → 장기 수요
배당 확대 기대 (배당성향 50%+)	온라인 도박 불법 확산 → 대체재

향후 핵심 모니터링 지표

#	항목	세부 내용	확인 시기
1	입장객수 추이	카지노 매출의 핵심 선행지표. 월별/분기별 입장객수 공시. COVID 이전 대비 회복률 확인	매월/매분기
2	GGR(총게임수익)	1인당 게임순수익금. 테이블/슬롯 구성비, win rate 변화 추적	매 분기
3	영업시간/입장 규제 변화	24시간 영업 전환, 입장횟수 완화 여부가 주가 최대 촉매	수시 (정책발표)
4	배당정책 변화	배당성향/DPS 변화. 현재 배당수익률 6.6%로 고배당주 매력 유지 여부	3월 주총
5	제2카지노영업장 건설	투자 1,796억원. 완공 시 수용능력 확대 → 매출 성장 드라이버	매 분기 진행상황

모니터링 캘린더

시기	이벤트	중요도
1~2월	연간/4Q 잠정실적 발표	+++
3월	사업보고서/주총/배당정책 확정	+++
매분기	분기별 입장객수 공시	++
5월	1Q 잠정실적	++
8월	반기보고서/2Q 잠정실적	++
11월	3Q 잠정실적	++
수시	영업시간/입장규제 정책 변경	+++
수시	제2카지노 건설 진행 상황	++
수시	사행산업감독위 결정사항	++

SWOT 요약 (한눈에 보기)

강점	독점면허 / 무차입 / 고배당 / 안정적CF
약점	규제의존 / COVID미회복 / 지역한정 / 성장한계
기회	규제완화 / 제2카지노 / 외국인유치 / 배당확대
위협	규제강화 / 경기침체 / 도박중독논란 / 인구감소

주요 이벤트 히스토리 (DB)

일자	유형	내용
20260 204	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2026-02-12 13:00 장소 여의도 2. 참가 대상자 국내
20260 121	매출변동	매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변경 ※ 등 정보는 동사가 작성한 결산자료로서, 외부감사인의 감사결과 수치
20251 201	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2025-12-04 13:00 장소 서울 여의도 등 2. 참가 대상
20251 118	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2025-11-21 14:00 장소 여의도 2. 참가 대상자 국내
20251 118	자기주식	주요사항보고서 / 거래소 신고의무 사항 금융위원회 / 한국거래소 귀중 2025년 11월 18일 회사명 : 주식회사 강원랜드
20250 814	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2025-08-25 10:00 장소 서울 여의도 콘래드호텔 2. 참
20250 616	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2025-06-19 13:00 장소 서울 여의도 등 2. 참가 대상
20250 609	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2025-06-12 13:00 장소 서울여의도 등 2. 참가 대상자
20250 515	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2025-05-22 13:00 장소 서울 여의도 등 2. 참가 대상
20250 307	배당결정	현금 · 현물배당 결성 1. 배당구분 결산배당 2. 배당종류 현금배당 - 현물자산의 상세내역 - 3. 1주당 배당금(원) 보통주식
20250 123	IR	기업설명회(IR) 개최(안내공시) 1. 일시 및 장소 일시 2025-02-06 13:00 장소 서울 여의도 등 2. 참가 대상

20250 120	매출변동	매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변경 ※ 동 정보는 동사가 작성한 결산자료로서, 외부감사인의 감사결과 수치
20250 106	대량보유	주식등의 대량보유상황보고서 (약식서식 : 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제147조에 의한 보고 중 '경영권에 영향을 주기'
20241 128	신규시설투자	신규 시설투자 등(자율공시) 1. 투자구분 신규시설투자 - 투자대상 제2카지노영업장 조성사업 2. 투자내역 투자금액(원) 17 주요사항보고서 / 거래소 신고의무 사항
20241 010	자기주식	금융위원회 / 한국거래소 귀중 2024년 10월 10일 회사명 : 주식회사 강원랜드

강원랜드(KANGWON LAND) 투자

Four Filters 종합 대시보드 | 현재가 17,690원 | 2026.02.06 기준

A. Four Filters 스코어카드 (100점 만점)

필터	소항목1	소항목2	소항목3	소항목4	소항목5	소계
F1: 사업 이해도	5	5	5	4	3	22/25
F2: 경제적 해자	5	4	4	5	3	21/25
F3: 경영진 품질	3	3	4	4	4	18/25
F4: 안전마진	3	3	4	3	4	17/25

종합점수

78/100

B. 투자 테제

강원랜드는 한국 유일의 내국인 카지노 면허를 보유한 규제 독점 기업으로, GPM 50%+, OPM 20~35%의 구조적 고마진 사업을 영위. 무차입 순현금 경영 + 고배당 전통(배당성향

C. 핵심 강점 vs 리스크

핵심 강점 (3)	핵심 리스크 (3)
1. 한국 유일 내국인 카지노 면허 (규제 독점 해자)	1. 정부 규제 리스크
2. 무차입경영 + 순현금 2,445억 + 배당수익률	2. 전문경영인 체제 → 정부 정책
3. COVID 정상화 완료 → 매출/이익 회복 + 신규	3. 온라인 도박 합법화 또는 내국인

D. 필터별 소항목 상세

항목	평가 근거	판정	점수			
Filter 1: 사업 이해도						
사업모델 단순성	내국인 녹섬 카지노 + 리조트(호텔/스 키/골프)	높음	5/5			
매출구조 명확성	카지노 80%+ / 호텔·콘도·스키· 골프 20%	높음	5/5			

	10년 일관성	2000년 개장 아래 카지노+리조트 사업 일과 입상객 수 ×	높음	5/5			
	수요 예측성	1인당 GGR, 계절성 있으나 안정 성부	보통	4/5			
	규제 환경 이해	규제(입장료·시 간·횟수) 직접 영향	보통	3/5			

Filter 2: 경제적 해자

	규제 독점	한국 유일 내국인 카지노 면허 (법적 진입장벽)	매우 강함	5/5			
	브랜드/입지	강원도 정선 독점 입지, 관광 인프라 독점	강함	4/5			
	전환비용	도박 중독성으로 재방문율 높음, 대체재 부재	강함	4/5			
	수익성 지속	GPM 50%+, OPM 25~35% 구조적 고마진 온라인 도박 합법화, 복합리조트 확대 가능성	매우 강함	5/5			
	해자 위협		보통	3/5			

Filter 3: 경영진 품질

	경영진 구조	전문경영인 체제 (정부 영향력 하 공기업형)	보통	3/5			
--	--------	--------------------------------	----	-----	--	--	--

보수 합리성	개별 CEO 보수 미공개 (5억 미만 추정) 고배당 선동 유지, DPS 930→1,170원 이상 폐광지역 지원, 강원도 지역경제 기여	보통	3/5			
배당 정책		양호	4/5			
지역공헌/사회적 의무		양호	4/5			
성장 투자	제2카지노 영업 장 1,796억 신규 투자 결정	양호	4/5			

Filter 4: 안전마진

PER 수준	확성 7.8배 / T4Q 10.4배 (카지노 기준 10~15배)	적정	3/5			
PBR 수준	0.97배 (기준 0.8~1.5배)	적정	3/5			
FCF 수익률	10.0% (기준 >5%)	양호	4/5			
EV/EBITDA	9.7배 (기준 8~12배)	적정	3/5			
배당수익률	6.6% (기준 >3%)	양호	4/5			

경제적 해자(Economic Moat) 분석

A. 해자 유형 판정

해자 유형	보유 여부	강도	근거	지속가능성			
규제 독점	○	매우 강함	한국 유일 내국인 카지노 면허 (폐광지역개발특별 법) 성선 녹십 입시, 서울서 3시간 거리에도 유일한 선팩지 노박	영구적			
브랜드/입지	○	강함		10년+			
전환비용	○	강함	중독성+대체재 부재로 재방문율 높음 카지노/리조트	10년+			
네트워크 효과	X	없음	사업 구조상 해당 없음 녹십이므로 비용 경쟁 불필요, 오히려 고비용 구조	-			
비용우위	△	보통		해당없음			

B. 수익성 추이 (10년)

연도	매출액(억)	매출총이익(억)	GPM	영업이익(억)	OPM	ROIC	비고
2015	16,337	8,740	53.5%	5,954	36.4%	15.5%	최대 실적
2016	16,965	9,113	53.7%	6,186	36.5%	14.8%	
2017	16,044	8,169	50.9%	5,308	33.1%	11.8%	
2018	14,380	7,084	49.3%	4,306	30.0%	9.4%	
2019	15,200	7,834	51.5%	5,011	33.0%	10.5%	
2020	4,785	-660	-13.8%	-4,316	-90.2%	-10.4%	COVID 영업제한
2021	7,884	-	-	-527	-6.7%	-1.3%	COVID 회복 초기
2022	12,706	3,488	27.5%	2,175	17.1%	5.0%	
2023	13,885	4,091	29.5%	2,822	20.3%	6.0%	

2024	14,268	4,188	29.4%	2,857	20.0%	5.7%	COVID 정상화 완료
------	--------	-------	-------	-------	-------	------	-----------------

C. 면허 및 규제 환경 (핵심 해자 원천)

항목	내용	영향	해자 기여도				
카지노 면허	폐광지역개발특별법에 의한 내국인 카지노 유일 면허	결정적	매우 높음				
입장 제한	월 15회 입장 제한, 24시간 이내 퇴장	매출 상한선 형성	중립				
입장료	1만원 (2014년부터 시행)	소액, 수요 영향 제한적	중립				
영업시간	24시간 영업 (2023년 정상화)	COVID 기간 제한 해제	긍정				
사행산업 규제	사행산업감독위원회 감독	규제 강화 시 직접 영향	리스크				
지역기여 의무	폐광지역 지원금, 고용 의무	비용 요인이나 면허 유지 정당성	중립				

D. 해자 종합 평가

해자 폭	Wide (규제 독점 — 가장 강력한 해자 유형)
해자 추세	유지 (면허 체제 변동 가능성 낮음, 제2카지노 투자로 사업 확대)
핵심 해자	폐광지역개발특별법에 의한 내국인 카지노 독점 면허
위협 요인	온라인 도박 합법화, 복합리조트(영종도 등) 내국인 개방, 추가 면허
결론	규제 독점 기반 Wide Moat 보유. 면허 체제 변경 전까지 해자 영구적

경영진 평가 (Management Quality)

A. 지배구조 개요

항목	내용	비고					
최대주주	한국광해광업공단 (36.27%)	정부 산하 공공기관					
경영 형태	전문경영인 체제	정부 영향력 하 CEO 선임					
현 대표이사	최철규	2024년 사업보고서 기준					
이사회 구성	사외이사 과반수	공기업형 지배구조					
감사위원회	이사회 내 감사위원회 설치	독립성 확보					

B. 대표이사 보수

개별 보수 미공개 (5억원 미만 추정). 공기업형 보수 체계 적용 → 과다 보수 리스크 낮음

C. 전문경영인 체크리스트

	평가 항목	현황	판정	근거			
1	최대주주 지분율	36.27% (한국광해광업공단)	양호	공공기관 최대주주 → 적대적 M&A 방어			
2	CEO 임기/안정성	전문경영인 교체 주기 2~3년	보통	정권 교체에 따른 CEO 교체 리스크			
3	보수 합리성	개별 미공개 (공기업 기준 적용)	양호	과다 보수 가능성 낮음			
4	배당 정책	고배당 전통 유지, 성향 45~60%	우수	주주환원 의지 강함			
5	자사주 매입	2024 233만주 취득 (약 413억)	우수	밸류업 프로그램 적극 참여			
6	지역공헌 의무	폐광지역 지원금, 지역고용 의무	보통	비용 요인이나 면허 정당성 확보			
7	IR 활동	정기 IR 개최 (연 8회+), 잠정실적 공시	양호	투자자 소통 적극적			

D. 주식 구조 및 자사주 현황

발행주식수(보통주)	213,940,500주
자기주식	13,534,816주 (6.3%)
유통주식수	200,405,684주
최대주주(한국광해광 업공단)	77,602,044주 (36.27%)
소액주주	53.38% (약 11만명)

E. 경영진 종합 평가

지배구조 점수	3/5 (공기업형 전문경영인 → 오너십은 없으나 견제 기능 양호)
자본배분 점수	4/5 (고배당+자사주매입 병행, 제2카지노 성장투자)
투명성 점수	4/5 (정기 IR 활발, 잠정실적 분기 공시)
CEO 리스크	보통 (정권교체에 따른 CEO 변경 가능. 단 사업모델이 단순하여 영향 제한적)
결론	전문경영인이나 독점 사업의 단순성으로 경영진 역량 의존도 낮음. 주주환원 적극적.

자본배분 이력 (Capital Allocation History)

A. 배당 추이

연도	주당배당(원)	EPS(원)	배당성향(%)	변화	비고		
2015	980	2178	45.0%	재개	고배당 전통		
2016	990	2242	44.2%	↑			
2017	990	2159	45.9%	→			
2018	900	1467	61.4%	↓			
2019	900	1651	54.5%	→			
2020	-	-1361	-		COVID 무배당		
2021	-	-52	-		COVID 무배당		
2022	350	570	61.4%	재개	배당 재개 (COVID 후) 정상화 배당		
2023	930	1681	55.3%	↑	복귀		
2024	1170	2257	51.3%	↑	대폭 인상 (+25.8%) 예상		
2025E	1300	-	-	↑	(배당수익률 7.3%)		

B. 자기주식 매입/처분/소각 이력

연도	기초(주)	취득(주)	처분(주)	소각(주)	기말(주)	비고	
2013	11,201,502	421,990	421,990	-	11,201,502	밸류업 매입	
2014	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2015	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2016	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2017	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2018	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2019	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2020	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2021	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2022	11,201,502	-	-	-	11,201,502		
2024	11,201,502	2,333,314	-	-	13,534,816	밸류업 매입 2025.11 추가	
2025	13,534,816	진행중	-	-	-	- 취득 결정	

C. 주주환원 이벤트 타임라인

일자	이벤트 유형	내용					
2024.03	배당	결산배당 주당 930원 결정 (2023년분)					
2024.10	자기주식	자기주식 취득 결정 (233만주, 약 413억)					
2024.11	신규투자	세2가시노영업 장 조성사업 1,796억 투자 결정					
2025.03	배당	결산배당 수당 1,170원 결정 (2024년분, +25.8%)					
2025.11	자기주식	자기주식 추가 취득 결정					

D. 유상증자/전환사채 이력 (주요)

유상증자/CB 발행 이력 없음 → 주주 회석 리스크 없음 (무차입경영)

E. 자본배분 점수카드

배당 일관성	4/5	10년 중 2년(2020~2021) COVID 무배당 외 연속 배당, 고배당성향 45~60%					
자사주 정책	4/5	2024년 233만주 매입(413억) + 2025년 추가 매입 결정					

유상증자/CB	5/5	무차입경영, 유상증자/CB 이력 전무				
투자(CAPEX)	4/5	CAPEX/영업CF 22% — 제2카지노				
배당수익률	5/5	성장투자 전설 DPS 1,170원 / 주가 17,690원 = 6.6% — 시장 상위				

수익성 품질 분석 (Earnings Quality)

A. DuPont 3단계 분해 (5년)

연도	순이익률	자산회전율	레버리지	ROE	ROE (산식확인)	비고	
2020	-57.6%	0.13회	1.12배	-8.5%	-8.38656	COVID 적자	
2021	-1.3%	0.21회	1.18배	-0.3%	-0.32214		
2022	9.1%	0.30회	1.22배	3.4%	3.3306		
2023	24.6%	0.31회	1.21배	9.3%	9.22746		
2024	32.0%	0.30회	1.21배	11.8%	11.616	정상화 완료	

정상 연도 평균 ROE: 8.1% | 판정: 보통 (COVID 기간 제외)

B. FCF 대 순이익 비율 (현금이익 품질)

연도	순이익(억)	영업CF(억)	CAPEX(억)	FCF(억)	FCF/NI	판정	
2020	-2,759	0	589	-589	-	적자	
2021	-106	0	429	-429	-	적자	
2022	1,156	0	294	-294	-25%	경고	
2023	3,408	3,378	708	2,670	78%	주의	
2024	4,568	4,870	1,074	3,796	83%	양호	

C. 발생액 비율 (Accrual Ratio)

발생액 비율 = (순이익 - 영업CF) / 총자산 | ±5% 이내 양호, ±10% 초과 경고

연도	순이익(억)	영업CF(억)	차이(억)	총자산(억)	발생액비율	판정	
2020	-2,759	0	-2,759	36,416	-7.6%	주의	
2021	-106	0	-106	38,272	-0.3%	양호	
2022	1,156	0	1,156	41,677	2.8%	양호	
2023	3,408	3,378	30	44,486	0.1%	양호	
2024	4,568	4,870	-302	47,006	-0.6%	양호	

D. 이익 변동성 (Earnings Volatility)

지표	값	판정	기준				

영업이익 평균 (정상3년)	2,618억					
영업이익 표준편차	384억					
변동계수 (CV)	0.15	안정적	<0.3 안정 / 0.3~0.6 보통 / >0.6 높음			

주의: COVID 기간(2020~2021) 포함 시 변동성 극대화. 정상 연도(2022~2024) 기준으로 분석

E. 수익성 품질 종합

DuPont 분석	정상연도 평균 ROE 8.1% — 독점 사업의 높은 수익성. 레버리지
FCF 품질	영업CF가 순이익을 크게 상회 — 현금이익 우수. 감가상각비가 높아 FCF
발생액	대부분 ±5% 이내 — 이익의 현금 뒷받침 양호
이익 변동성	정상연도 CV 0.15 — COVID 제외 시 안정적. 독점 사업의 이익 안정성
결론	이익 품질 우수. 독점 카지노의 높은 현금창출력과 낮은 레버리지가 핵심.

내재가치 & 안전마진 분석

A. Owner Earnings (버핏 방식)

항목	2024(억)	주당(원)	비고				
순이익	4,568	2,135	연결 지배기업				
(+) 감가상각비	784	366	유형+무형				
(-) CAPEX	1,074	502	유형자산 취득				
(=) Owner Earnings	4,278	1,999	버핏이 보는 진정한 이익				

현재 시총/Owner Earnings = 8.8배 | Owner Earnings 수익률 = 11.3%

B. 자산가치 (BPS 기반)

지표	값	판정					
BPS	18,153원						
현재 PBR	0.97배	적정					
PBR 0.8배 (하단)	14,522원						
PBR 1.0배	18,153원						
PBR 1.5배 (상단)	27,229원						
순현금/주	1,142원	무차입 순현금					

C. PER/PBR 밴드 (과거 vs 현재)

연도	EPS(원)	PER(현재 가)	BPS(원)	PBR(현재가)	ROE		
2015	2,178	8.1배	14,012	1.26배	14.7%		
2016	2,242	7.9배	15,203	1.16배	14.0%		
2017	2,159	8.2배	16,365	1.08배	12.5%		
2018	1,467	12.1배	16,765	1.06배	8.3%		
2019	1,651	10.7배	17,377	1.02배	9.0%		
2022	570	31.0배	15,964	1.11배	3.4%		
2023	1,681	10.5배	17,191	1.03배	9.3%		
2024	2,257	7.8배	18,153	0.97배	11.8%		

D. 시나리오별 적정주가

시나리오	방법론	적정가	현재가 대비	전제			
보수적	PER 10배 × 정상EPS	19,180원	+8.4%	EPS 1,918원 × 10배			
보수적	BPS × 0.8배	14,522원	-17.9%	PBR 하단			
기본	PER 12배 × 확정EPS	27,084원	+53.1%	EPS 2,257원 × 12배			
기본	배당수익률 5% 기준	23,400원	+32.3%	DPS 1,170원 / 5%			
낙관적	PER 15배 × 확정EPS	33,855원	+91.4%	EPS 2,257원 × 15배			
낙관적	OE × 15배	29,999원	+69.6%	Owner Earnings 기반			

E. 안전마진 테스트

보수적 내재가치	16,851원	안전마진 - 5.0%	하방 리스크 확인	현재가 17,690원			
기본 내재가치	25,242원	안전마진 +29.9%	상승여력	현재가 17,690원			
낙관적 내재가치	31,927원	안전마진 +44.6%	업사이드	현재가 17,690원			

→ 기본 시나리오 기준 상승 여력 존재. 카지노업 PER 10~15배 밴드에서 현재 저평가 영역. 안전마진: 기본

최종 투자 판정

A. 최종 판정

BUY (매수)

Four Filters 종합 78/100 (등급 B)
PER 10.4배(T4Q) | PBR 0.97배 | 배당수익률 6.6% | FCF

B. 판정 근거

매수 근거 1 규제 독점 해자: 한국 유일 내국인 카지노 면허 — 신규 진입 불가, 가장 강력한 해자 유형

매수 근거 2 무차입 순현금 경영 + 고배당: 순현금 2,445억, 배당성향 51%, 배당수익률 6.6%

매수 근거 3 밸류에이션 매력: PER 10.4배(T4Q), 카지노업 기준 10~15배 대비 저평가

매수 근거 4 성장 투자: 제2카지노영업장 1,796억 투자 → 중장기 매출 성장 동력 확보

주의 사항 1 정부 규제 리스크: 영업시간/입장료/횟수 제한 변경 시 매출 직접 타격

주의 사항 2 2025년 실적 둔화: 영업이익 -17.7% YoY, 순이익 -30.7% YoY (잠정)

주의 사항 3 온라인 도박 합법화 또는 내국인 카지노 추가 면허 시 독점 해자 훼손

C. 구루 관점 SWOT

강점 (Strengths)	약점 (Weaknesses)
한국 유일 내국인 카지노 (규제 독점)	전문경영인 체제 (정부 영향, 오너십 부재)
무차입경영 + 순현금 2,445억	정선 단일 입지 (지리적 집중 리스크)
GPM 50%+, OPM 25~35% 구조적 고마진	사행산업 규제 의존적 사업구조
고배당 전통 (배당성향 45~60%)	COVID 같은 외부충격에 극도로 취약

기회 (Opportunities)	위협 (Threats)
제2카지노영업장 개장 → 매출 성장 동력	온라인 도박 합법화 → 독점 해자 약화
관광산업 정상화 → 외국인 관광객 유입	내국인 카지노 추가 면허 발급
밸류업 프로그램 → 주주환원 강화 가속	사행산업 규제 강화 (영업시간 축소 등)
배당수익률 매력 → 가치주 재평가	경기침체 → 여가소비 감소 → 입장객 감소

D. 핵심 모니터링 지표 (5개)

#	지표	세부 내용	확인 시기	구루 관점		
---	----	-------	-------	-------	--	--

1	월별 입장객 수	입장객 증감이 매출과 직결. 전년동기 대비 추이 확인	매월	해자 가동률 확인		
2	영업이익률 추이	OPM 15% 미만=경고, 20~25%=양호, 30%+=호황	분기 실적	수익성 품질		
3	배당 정책 변화	DPS 인상/유지/삭감 여부, 배당성향 변화	3월 주총	경영진 신뢰		
4	규제 환경 변화	영업시간, 입장료, 입장횟수 제한 변경 여부	수시	해자 위협		
5	제2카지노 진행상황	공사 진척률, 개장 일정, 예상 매출 기여도	반기	성장 동력		

E. 매도 트리거 조건

내국인 카지노 추가 면허 발급 확정	해자 봉고 → 즉시 매도
온라인 도박 합법화 법안 통과	독점 해자 약화 → 단계적 매도
영업이익률 2년 연속 15% 미만	구조적 수익성 훼손
배당 2년 연속 삭감 또는 무배당	주주환원 정책 변화
PER 18배+ (카지노업 과열 기준)	안전마진 소멸

F. 리스크 시나리오 (최악의 경우)

최악 시나리오: 내국인 카지노 추가 면허 2개 발급 + 온라인 도박 부분 합법화

- 입장객 40% 감소 + 1인당 GGR 20% 하락
- 매출 6,000억, 영업이익 600억(OPM 10%), 순이익 450억, EPS ~2,100원
- PER 8배 적용 시 주가 ~16,800원 (현재가 대비 -5%). 이 시나리오 확률: 5% 미만

강원랜드 2025년 이익 역성장 분석

매출은 성장했는데 이익은 왜 줄었나? | 구조적 문제인가, 일시적 문제인가?

A. 2025년 실적 개요

항목	2024	2025	YoY	성격	
매출	14,269	14,767	+3.5%	정상 성장	
영업이익	2,858	2,352	-17.7%	구조적 우려	
OPM	20.0%	15.9%	-4.1p	구조적 우려	
순이익	4,569	3,165	-30.7%	대부분 일시적	
EPS	2,257	1,479			

※ 단위: 억원 (연결 기준). OPM = 영업이익률. 2025년은 잠정실적 기준.

B. 핵심 진단: 이익 역성장의 두 가지 층위

순이익 -30.7%: 대부분 일시적	영업이익 -17.7%: 구조적 우려
2024년 기타수익 1,291억 (전년 61억) → 일회성 소멸이 NI 역성장의 절반+	매출 +6.7% vs 매출원가 +14.5% → 원가가 매출의 2배 속도로 증가
정상화 시 2024 NI ≈ 3,500억	원가율: 69.3% → 74.3% (+5.0p)

C. 역성장 요인 분류

요인	영향 규모	일시/구조	걱정 수준	개선 가능성	
기타수익 1,291억 소멸	NI -1,000억+	일시적	낮음	해당없음	
금융자산평가 변동	NI ±수백억	일시적	낮음	해당없음	
OPM 악화 (20%→16%)	OP -506억	구조적	높음	매우 낮음	
매출 천장 (규제)	장기 마진 축소	구조적	높음	제2카지노 (27~28년)	
퇴직급여 (연173억)	경상적 비용	경상적	낮음	해당없음	

비용구조 분석: 매출원가·판관비 추이

A. 연간 P&L 구조 (연결, 억원)

항목	2022	2023	2024	22→23	23→24	
매출	12,707	13,886	14,269	+9.3%	+2.8%	
매출원가	9,218	9,794	10,080	+6.2%	+2.9%	
매출총이익	3,489	4,092	4,189	+17.3%	+2.4%	
판관비	1,313	1,269	1,331	-3.4%	+4.9%	
영업이익	2,176	2,823	2,858	+29.7%	+1.2%	

B. 마진율 추이

지표	2022	2023	2024	2025	변화	판단
원가율	72.5%	70.5%	70.6%	74.3%(H1)	↑ 악화	구조적 비용 증가
GPM	27.5%	29.5%	29.4%	25.6%(H1)	↓ 악화	인건비 상승 반영
판관비율	10.3%	9.1%	9.3%	9.4%(H1)	→ 소폭 상승	
OPM	17.1%	20.3%	20.0%	15.9%	↓ 급락	핵심 우려

C. 반기 비교 상세 (연결, 억원)

항목	2024 H1	2025 H1	변화(억)	변화(%)	비중(24H1)	비중(25H1)
매출	3,380	3,608	+228	+6.7%		
매출원가	2,343	2,683	+340	+14.5%	69.3%	74.4%
매출총이익	1,037	925	-112	-10.8%	30.7%	25.6%
판관비	297	340	+43	+14.5%	8.8%	9.4%
영업이익	739	585	-154	-20.8%	21.9%	16.2%
기타수익	765	7	-758	-99.1%		
기타비용	25	202	+177	+708.0%		
금융수익	406	432	+26	+6.4%		
세전이익	1,884	817	-1,067	-56.6%		
순이익	1,610	628	-982	-61.0%		

핵심: 매출 +228억(+6.7%)인데 매출원가 +340억(+14.5%) → 원가가 매출의 2배 이상 속도로 증가

기타수익: 2024H1 765억 → 2025H1 7억 (일회성 소멸). 기타비용: 25억 → 202억 (일회성 비용 발생)

D. 분기별 영업이익률(OPM) 비교

	분기	24매출(백만)	24OP(백만)	24 OPM	25매출(백만)	25OP(백만)	25 OPM
	Q1	368,163	75,780	20.6%	365,830	77,659	21.2%
	Q2	337,719	73,416	21.7%	360,727	57,874	16.0%
	Q3	375,541	93,039	24.8%	383,662	71,880	18.7%
	Q4	344,338	41,769	12.1%	365,446	29,697	8.1%

Q1은 전년 수준 유지, Q2부터 급격 악화. 특히 Q4는 OPM 8.1%로 비수기 효과 + 비용 증가 동시 작용

일시적 요인: 기타수익·금융자산평가이익

A. 기타수익 추이 (연결, 억원)

항목	2022	2023	2024	2025H1	판단	
기타수익	46	61	1,291	7	2024 비정상	
기타비용	229	272	262	202	2025 비용 발생	
기타순손익	-183	-211	1,029	-195		

- 2024년 기타수익 1,291억원은 전년(61억) 대비 21배 증가한 비정상적 일회성 항목
- 2025년 상반기 기타수익은 7억원에 불과 → 완전 소멸 확인
- 세후 영향 추정: 약 1,000억+ → 순이익 역성장(-30.7%)의 절반 이상 설명
- 기타수익 제거 시 2024 정상화 NI ≈ 3,500억대 → 2025 NI 3,165억은 약 -10% 수준

B. 금융자산·금융수익 분석

항목	2022	2023	2024	변화	비고	
금융수익 합계	280	2,159	1,789	-370	시장 변동	
금융자산평가이익		1,756	1,313	-443	비현금/변동성	
금융자산처분이익		78	159	+81		
이자수익		324	318	-6	안정적	
금융원가	598	77	28	-49	개선	

C. 금융자산 보유 현황 (2024말, 억원)

자산 유형	금액	시총 대비	비고			
현금	2,445	6.5%				
유동금융자산	9,327	24.6%				
비유동금융자산	19,683	52.0%				
합계	31,455	83.1%	시총의 83%			

- 강원랜드는 금융자산 3.1조원 보유 (시가총액 3.78조의 83%)
- 금융자산평가이익이 연 1,300~1,700억씩 발생 → 시장 상황에 따라 변동
- 이는 카지노 영업과 무관한 금융투자 수익 → 핵심이익이 아님

퇴직급여 분석: 경상적 비용, 금액 자체는 소규모

A. 퇴직급여·퇴직금지급·사외적립 추이 (억원)

연도	퇴직급여(비용)	퇴직금지급(현금)	사외적립자산	비고		
2019	216	73	-222			
2020	550	76	-641	COVID 구조조정 추정		
2021	291	100	-124			
2022	268	145	-309			
2023	167	269	-216			
2024	173	223	+202	사외적립 환수 (+202억)		

B. 판단

- 퇴직급여(비용): 연 167~173억으로 안정적. 매출 1.4조 대비 1.2%에 불과 → 큰 문제 아님
- 2020년 550억은 COVID 희망퇴직/구조조정 관련 일시적 비용 → 반복 없음
- 퇴직금지급(현금유출)은 145→269→223억으로 변동 있으나, 실제 퇴직자 수에 따른 것
- **2024년 사외적립자산 환수(+202억): 기존에 과적립된 퇴직연금을 돌려받음**
 - 순확정급여자산: 1,161억(2023) → 713억(2024)으로 감소
 - 현금 확보 목적으로 판단, 제2카지노 투자 등에 활용 가능

결론: 퇴직급여는 경상적이나 이익 역성장의 핵심 원인이 아님. 연 170억 수준 지속 예상.

인건비 구조: 절감 가능성 분석

A. 카지노업 원가 구조의 특수성

- 매출원가의 99%가 '용역 제공 원가' (제품 판매 원가는 23~77억에 불과)
- 용역 원가 = 딜러 인건비 + 보안인력 + 서비스인력 + 시설운영비
- 카지노 사업은 극도로 노동집약적: 자동화 대체가 구조적으로 어려움
- 정선 지방 입지 → 직원 유치/유지를 위한 추가 복리후생비 필요

B. 인건비 절감이 불가능한 5가지 이유

1. 공기업 DNA

최대주주 한국광해광업공단(36.27%), 정부 영향하의 전문경영인 체제
구조조정/인원감축이 사실상 불가능 (정치적 리스크 매우 높음)

2. 설립 목적 = 지역고용

폐광지역개발지원특별법으로 설립, 정선군/태백시 최대 고용처
인력 감축 = 설립 취지에 정면 위배 → 감독기관/정치권 반대

3. 호봉제 + 연공서열

공기업형 임금체계: 근속연수 증가 시 자동 인상
성과급 체계로의 전환이 노조/이해관계자 저항으로 어려움

4. 카지노 자동화 한계

딜러 업무는 대면 서비스 본질 → 무인화 불가
보안/감시 인력은 사행산업감독위 규제 요건으로 의무적 배치

5. 인플레이션 직격

최저임금 인상 → 하위 직급 자동 인상
물가/에너지 상승 → 복리후생비, 식대, 교통비 등 간접비도 동반 상승

C. 인건비 vs 매출 성장 가위(Scissors) 구조

	항목	추정 성장률	근거	장기 전망				
	매출 성장	연 2~4%	규제(입장제한/ 영업시간)로 상한 존재	완공(27~28년) 전까지 제한적				

	인건비 상승	연 5~8%	최저임금+호봉 제+물가 연동	구조적으로 지속. 절감 수단 없음			
	결과: OPM	점진적 하락	비용이 매출보다 빠르게 증가	Pre-COVID 22% → 현재 16% → 추가 하락 가능			

결론: 인건비 절감은 구조적으로 불가능. 매출 성장 < 비용 증가 구도가 지속될 가능성 높음.

유일한 해결책: 제2카지노영업장 완공(1,796억 투자)으로 매출 천장을 높이는 것.

매출 천장: 규제가 만든 성장의 한계

A. 10년 매출 추이 (연결, 억원)

연도	매출	YoY	영업이익	OPM	비고	
2015	16,344		4,228	25.9%		
2016	17,031	+4.2%	4,805	28.2%		
2017	16,013	-6.0%	4,601	28.7%	Pre-COVID 피크	
2018	14,457	-9.7%	2,925	20.2%		
2019	15,240	+5.4%	3,398	22.3%		
2020	4,792	-68.6%	-2,003	-41.8%	COVID	
2021	7,884	+64.5%	-705	-8.9%	COVID 회복 중	
2022	12,725	+61.4%	1,451	11.4%		
2023	13,927	+9.4%	2,585	18.6%		
2024	14,269	+2.5%	2,858	20.0%		
2025	14,767	+3.5%	2,352	15.9%	잠정실적	

- Pre-COVID 피크(2017): 매출 16,013억 → 2025년에도 아직 미회복 (14,767억)
- 7년이 지나도 2017년 매출을 넘지 못하는 구조

B. 매출 천장의 원인: 규제

규제 항목	현황	매출 영향				
영업시간 제한	주 120시간 이내 (1일 최대 20시간)	매출 상한 직접 결정				
입장횟수 제한	월 15회 이내	상습 이용자 제한 → 고가치 고객 이탈				
입장료	9,000원 (2023년 인상)	심리적 진입장벽				
배팅한도	테이블당 최대 30만원	1인당 GGR 상한				
총량규제	사행산업 매출총량 관리	산업 전체 성장 제한				

C. 제2카지노영업장 (유일한 돌파구)

- 투자 규모: 1,796억원 (자기자본 대비 4.9%)
- 공시일: 2024.11.28 (신규시설투자 자율공시)
- 예상 완공: 2027~2028년
- 기대 효과: 테이블/슬롯 증설 → 수용인원 증가 → 매출 천장 상향
- 리스크: 감가상각비 연 100~150억 추가 부담, 규제가 동시 강화될 가능성

종합 판단: 해자는 건재하나 효율화 유인 부재

A. 버핏 관점 핵심 판단

강원랜드의 경제적 해자(규제 독점)는 건재하다. 내국인 카지노 면허는 여전히 유일하며, 경쟁자 진입 가능성은 극히 낮다.

그러나 그 해자가 역설적으로 비용 구조를 개선할 유인도 차단하고 있다. 독점이라 경쟁은 없지만,

B. 구조적 리스크 vs 일시적 노이즈

구분	요인	영향	지속성	투자 시사점		
일시적	기타수익 소멸	NI -1,000억	1년	2024가 비정상, 2025가 정상 핵심이익 아님, 무시 가능		
일시적	금융자산평가	NI ±수백억	매년 변동	절감 불가, 매년 악화		
구조적	인건비 상승	OP -500억/년	영구	제2카지노 완공 전까지 지속		
구조적	매출 천장	성장 제한	27~28년까지	금액 소규모, 무시 가능		
경상적	퇴직급여	연 170억	매년			

C. 시나리오별 OPM 전망

시나리오	OPM 전망	전제 조건	확률	비고		
Best	18~20%	규제완화 + 제2카지노 + 비용관리 현상유지,	15%	2027년 이후		
Base	14~16%	인건비 계속 상승	55%	현재 수준 유지		
Worst	10~12%	규제강화 + 인건비 급등	30%	영업시간 추가 축소 시		

D. 모니터링 포인트

- 매출원가율 추이: 74%(H1) → 연간 확정치 확인 (70% 이하 회복 여부)
- 분기별 OPM: Q2~Q4 악화 추세가 반전되는지
- 제2카지노 건설 진행 상황: 착공/허가/완공 일정
- 사행산업 규제 변화: 영업시간/입장횟수/배팅한도 조정 여부
- 인건비 관련: 단체협약, 임금인상률, 정원 변동
- 기타수익/기타비용: 일회성 항목 규모 (정상화 수준 확인)

E. 최종 결론

NI -30.7%의 절반 이상은 일시적이다 (2024년 기타수익 소멸). 그러나 OPM 4p 하락과 매출 성장 한계는 구조적 리스크이며, 인건비 절감이 불가능한 공기업 구조에서 이 가위(scissors) 효과는 당분간 지속될 것이다.