

파라다이스 (034230)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (D)
목표주가	25,000원 (D)
현재주가 (3/8)	19,000원
상승여력	32%

시가총액	17,279억원
총발행주식수	90,942,672주
60일 평균 거래대금	132억원
60일 평균 거래량	696,380주
52주 고	24,350원
52주 저	17,100원
외인지분율	4.60%
주요주주	파라다이스글로벌 외 7 인 45.64%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.7	(7.3)	(3.1)
상대	5.7	(13.7)	12.5
절대(달려환산)	5.6	(8.7)	(8.7)

장기적 관점에서 접근 필요

파라다이스, 2019년 연간 가이던스 발표

동사는 2019년 3월 7일, 2019년 연간 연결실적에 대한 가이던스로 매출액 9,800억원, 영업이익 370억원, EBITDA 1,300억원 제시. 개별 법인별 가이던스는 제공되지 않았음. 참고로, 2019년 동사 연결실적에 대한 시장 컨센서스는 매출액 9,618억원, 영업이익 443억원으로 동사 가이던스와의 괴리는 크지 않은 편임

동사의 가이던스를 기반으로 당사가 추정한 2019년 파라다이스세가사마(P-씨티 운영법인)의 실적은 매출액 4,525억원(+50% YoY), 영업이익 -20억원(적자 YoY), EBITDA 623억원(+212% YoY)임. 매출액 세부구성은 카지노 3,571억원, 호텔 654억원, 기타 300억원. P-씨티의 카지노 매출은 2018년 2,487억원 → 2019년(e) 3,571억원으로 1천억원 가량 증가할 것으로 추정. 이 경우, P-씨티엔 영업 레버리지 효과 발생에 따른 이익폭증 현상이 나타나야 하나, 실제로 P-씨티 1-2단계 집객시설 개장에 따른 리조트 BEP 매출액 상승효과로 인해 개장 3년차인 2019년에도 소폭의 적자를 기록하게 될 것으로 추정. 1-2단계 집객시설에 대한 Traffic 이 기대치를 하회함에 따라 기타매출에 대한 연간 전망치가 낮아지게 되고, 이로 인해 집객시설 관련 영업적자 규모가 당초 예상 대비 커지게 되기 때문. P-씨티의 BEP 매출액은 카지노 기준 월 300억원 수준으로 상승한 것으로 추정. 카지노 BEP 매출액은 2020년엔 낮아질 것으로 판단되는데, 집객시설 Traffic 이 정상화될 경우 관련 매출액이 상승해 집객시설 영업적자 규모가 축소되기 때문

장기적 관점에서 접근 필요 동사에 대한 투자의견을 기준 Strong Buy → Buy로 하향 조정하며, 목표주가도 기준 3만원 → 2.5만원으로 하향 조정. 신규 목표주가 2.5만원은 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출.[표16 참조] 참고로, 목표주가 2.5만원은 2020E PER 기준 25배에 해당

당사는 2017년 9월 이후, 동사에 대한 투자의견을 Strong Buy로 유지해왔음. P-씨티의 실적이 3Q17 들어 BEP 달성을 가능성이 높다고 판단했는데, 실제로 BEP 달성을 성공했고 P-씨티 1-2 단계 집객시설까지 완비되면 리조트 Traffic 이 상승하고 카지노 매출액이 증가하면서 강력한 영업 레버리지 효과를 발휘할 것으로 예상했기 때문. 하지만, 2019년 P-씨티 실적 기대치가 낮아지게 되면서 단기 주가모멘텀은 약화될 것으로 판단. 최소 1년 이상의 기간을 두고 장기적 관점으로 투자판단을 내려야 할 것으로 보임

Quarterly earning Forecasts					Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)					(억원, 원, %, 배)	
	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	2,178	21.4	0.6	2,180	-0.1		매출액	6,949	6,680	7,876	9,800
영업이익	-8	적전	적자	22	-136.1		영업이익	658	-300	24	377
세전계속사업이익	-55	적자	적자	-58	5.0		지배순이익	551	-190	-110	290
지배순이익	17	-45.6	흑전	20	-16.7		PER	25.0	-77.0	-156.5	59.7
영업이익률 (%)	-0.4	적전	적자	1.0	-1.4 %pt		PBR	1.2	1.4	1.6	1.7
지배순이익률 (%)	0.8	-0.9 %pt	흑전	0.9	-0.1 %pt		EV/EBITDA	19.4	77.3	37.4	20.9
							ROE	5.3	-1.9	-1.1	3.0

[표 12] 파라다이스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	4,230	5,359	3,740	5,063	6,394	6,950	6,154	6,949	6,680	7,876	9,800	11,860
본사	3,407	4,516	3,583	4,018	4,912	4,900	4,445	5,208	3,920	4,038	4,472	5,299
부산호텔	675	705	0	861	842	758	790	790	732	803	803	803
기타	148	138	157	184	640	1,292	918	951	2,006	3,016	4,525	5,758
영업이익(억원)	389	467	509	852	1,344	823	583	658	-301	24	377	1,671
본사	284	334	492	629	1,062	507	343	545	-25	154	332	736
부산호텔	85	118	0	205	205	101	120	96	24	64	64	64
기타	20	15	17	18	77	215	120	17	-326	-221	-20	871
OPM(%)	9%	9%	14%	17%	21%	12%	9%	9%	-5%	0%	4%	14%
본사	8%	7%	14%	16%	22%	10%	8%	10%	-1%	4%	7%	14%
부산호텔	13%	17%	-	24%	24%	13%	15%	12%	3%	8%	8%	8%
기타	14%	11%	10%	10%	12%	17%	13%	2%	-16%	-7%	0%	15%
감가상각비(억원)	136	144	86	133	176	224	276	324	597	712	933	954
본사	-	-	-	-	-	-	-	140	194	171	160	160
부산호텔	-	-	-	-	-	-	-	93	116	131	131	131
기타	-	-	-	-	-	-	-	54	287	420	642	663
EBITDA(억원)	525	611	595	985	1,520	1,047	859	979	290	732	1,310	2,625
본사	-	-	-	-	-	-	-	685	169	325	492	896
부산호텔	-	-	-	-	-	-	-	189	140	195	195	195
기타	-	-	-	-	-	-	-	70	-30	200	623	1,534
지배주주순이익(억원)	318	402	326	747	1,014	964	653	551	-113	-110	290	910
NIM(%)	8%	8%	9%	15%	16%	14%	11%	8%	-2%	-1%	3%	8%
성장성(YoY)												
매출액	18%	27%	-30%	35%	26%	9%	-11%	13%	-4%	18%	24%	21%
영업이익	54%	20%	9%	67%	58%	-39%	-29%	12%	적전	흑전	1464%	344%
지배주주순이익	35%	26%	-19%	129%	36%	-5%	-32%	-16%	적전	적지	흑전	214%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 13] 2019E~20E 파라다이스 실적 추정치 변경

(단위: 억원, %)

	2019E			2020E		
	기준	변경	변동률	기준	변경	변동률
매출액	10,242	9,800	-4.3	12,177	11,860	-2.6
영업이익	1,162	377	-67.6	2,705	1,671	-38.2
당기순이익	601	290	-51.7	1,401	910	-35.0
EPS(원)	660	318	-51.8	1,541	1,001	-35.0

주: 기준 추정치는 2019년 2월 21일 발간보고서 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 14] 파라다이스세가사미의 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2017년				2018년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	2017	2018	2019E	2020E
드롭액	1,999	2,931	4,150	4,568	4,817	5,326	5,912	6,873	13,648	22,928	28,553	32,835
홀드율	10.6%	11.9%	13.2%	12.9%	10.8%	9.4%	10.9%	10.0%	12.5%	10.2%	11.7	12.7
매출액	227	400	666	711	652	643	844	877	2,004	3,016	4,525	5,758
카지노	227	350	555	616	557	535	677	718	1,748	2,487	3,571	4,439
호텔	1	50	111	95	96	109	163	135	257	503	654	719
기타(1-2 단계)	-	-	-	-	-	-	4	24	-	28	300	600
매출원가	199	358	536	667	583	586	726	962	1,760	2,857	4,090	4,399
COGS Ratio	88%	89%	80%	94%	89%	91%	86%	110%	88%	95%	90%	76%
매출총이익	28	42	130	44	70	58	117	-86	244	159	435	1,359
GPM	13%	11%	20%	6%	11%	9%	14%	-10%	12%	5%	10%	24%
판관비	154	223	125	69	61	81	99	139	571	380	454	489
SG&A Ratio	68%	56%	19%	10%	9%	13%	12%	16%	29%	13%	10%	8%
영업이익	-126	-181	5	-26	9	-23	18	-225	-328	-221	-20	871
OPM	-55%	-45%	1%	-4%	1%	-4%	2%	-26%	-16%	-7%	0%	15%
EBITDA	-112	-108	88	69	96	64	119	-79	-63	200	623	1,534
감가상각비	14	73	83	95	87	88	100	145	265	420	642	663

자료: 파라다이스, 유인티증권 리서치센터

[표 15] 본사 및 인천점(P-시티)의 월간 카지노 매출액 추이

(단위: 억원)

			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
드롭액	본사	2017년	3,586	3,089	3,315	2,710	3,021	2,571	3,281	3,454	3,229	3,332	2,906	2,615
		2018년	2,909	2,626	3,252	2,872	3,028	2,637	2,730	3,021	2,848	3,431	2,750	3,007
		2019년	3,284	3,199										
	인천 (P-시티)	2017년	682	713	605	816	955	1,159	1,490	1,271	1,389	1,557	1,416	1,595
		2018년	1,475	1,566	1,776	1,748	1,722	1,857	1,878	1,989	2,044	2,196	2,453	2,223
		2019년	2,292	2,023										
홀드율	본사	2017년	10.5%	9.6%	8.4%	8.7%	9.0%	8.8%	8.7%	8.5%	10.7%	9.1%	10.8%	10.2%
		2018년	10.2%	9.2%	9.8%	9.1%	11.0%	10.6%	12.3%	10.0%	9.5%	12.2%	9.1%	10.3%
		2019년	7.8%	8.9%										
	인천 (P-시티)	2017년	4.4%	13.7%	13.8%	15.0%	12.2%	9.5%	11.9%	15.4%	12.5%	10.9%	13.8%	14.1%
		2018년	13.7%	10.2%	9.0%	5.4%	8.2%	14.3%	13.2%	8.7%	10.9%	11.5%	9.0%	9.5%
		2019년	11.6%	11.3%										
매출액	본사	2017년	399	316	304	259	293	247	309	323	368	326	339	282
		2018년	323	262	341	278	362	295	361	326	284	440	271	332
		2019년	284	310										
	인천 (P-시티)	2017년	36	106	85	128	122	100	194	203	158	181	204	236
		2018년	214	173	174	105	156	277	263	183	236	262	242	217
		2019년	278	249										

주: 매출액은 테이블 및 슬롯 매출액 합산 기준

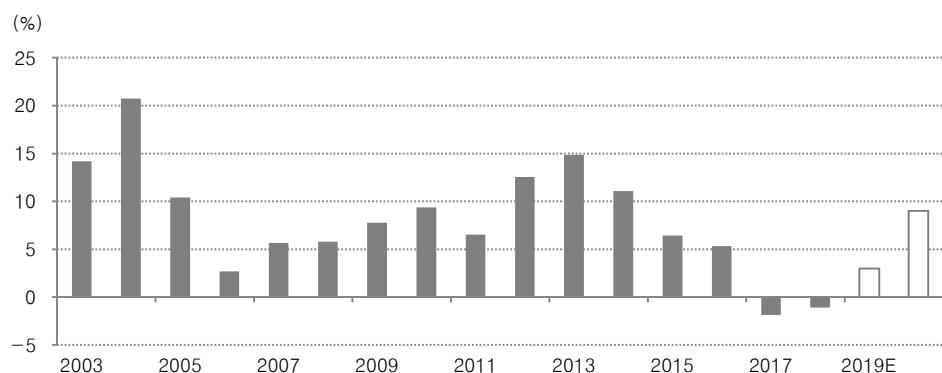
자료: 파라다이스, 유인티증권 리서치센터

[그림 12] 파라다이스, 12MF PBR 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유인티증권 리서치센터

[그림 13] 파라다이스, ROE 추이 및 전망



주: ROE 전망치는 당사 추정치 기준. 자료: 유인티증권 리서치센터

[표 16] 파라다이스(주) 목표주가 산출방식

구분	신규 (2019.3.11)	주 요 내 역															
		사업부문	2020E 영업이익	2020E 감가상각비	2020E EBITDA	적정배율	적정사업가치	비고									
(+) 영업자산가치	21,493 억원	본사	-	-	-	-	8,655 억원	2016년 조정순이익 577 억원 x PER 15 배 부산호텔 지분을 74% 적용 파라다이스세가사미 지분을 55% 적용									
		부산호텔	64 억원	131 억원	195 억원	12.9x	1,872 억원										
		P-씨티	871 억원	663 억원	1,534 얒원	13.0x	10,966 억원										
		합계					21,493 억원										
(+) 투자자산가치	2,111 억원	투자자산 구성	지분율	장부기액	PBR	적정가치	비고										
		투자부동산	-	1,758 억원	1.0x	1,758 억원	본사 투자부동산										
		투자부동산	74%	474 억원	1.0x	353 억원	부산호텔 투자부동산 (지분율 74% 적용)										
		합계		2,232 억원	0.9x	2,111 억원											
(-) 순차입금	본사 P-씨티	2,998 억원	* 3Q18 기준														
		81 억원	* 4Q17 파라다이스세가사미 순차입금 x 지분율 55%														
		2,917 억원															
보통주 주주가치(A)	20,606 억원																
발행주식수(B)	8,518 만주	* 총 발행주식수 9,094 만주 - 자사주 575 만주															
주당 주주가치(A/B)	25,000 원																

자료: 유인티증권 리서치센터

파라다이스 (034230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,949	6,680	7,876	9,800	11,860
매출원가	5,564	5,977	7,091	8,481	9,170
매출총이익	1,384	703	786	1,319	2,690
판관비	726	1,003	761	942	1,019
영업이익	658	-300	24	377	1,671
EBITDA	982	302	742	1,310	2,625
영업외순익	97	-36	-452	-184	-213
외환관련손익	16	-12	2	0	0
이자순익	60	-190	-291	-287	-316
관계기업관련손익	0	0	-12	0	0
기타	21	167	-152	102	102
법인세비용차감전순손익	754	-335	-428	192	1,457
법인세비용	178	63	13	47	353
계속사업순손익	576	-399	-441	146	1,105
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	576	-399	-441	146	1,105
지배지분순이익	551	-190	-110	290	910
포괄순이익	551	-446	-448	136	1,095
지배지분포괄이익	534	-243	-755	187	1,507

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,920	3,447	4,639	5,107	2,387
현금및현금성자산	1,823	1,720	3,891	4,295	1,506
매출채권 및 기타채권	226	187	236	285	337
재고자산	24	54	65	80	97
비유동자산	18,160	20,907	23,057	22,720	22,398
유형자산	13,370	16,242	18,495	18,162	17,808
관계기업등 지분관련자산	0	0	-1	-5	27
기타투자자산	435	333	346	346	346
자산총계	23,080	24,353	27,696	27,827	24,785
유동부채	2,899	2,526	3,496	3,560	3,637
매입채무 및 기타채무	2,035	1,912	2,439	2,439	2,452
단기차입금	596	438	880	943	1,007
유동성장기부채	108	82	31	31	31
비유동부채	7,084	8,894	11,073	11,073	7,073
장기차입금	6,365	7,218	8,275	8,275	4,275
사채	0	998	1,999	1,999	1,999
부채총계	9,984	11,420	14,569	14,632	10,709
지배지분	10,441	9,942	9,733	9,800	10,455
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	2,950	2,950	2,950	2,950	2,950
이익잉여금	7,269	6,801	6,601	6,678	7,332
비지배지분	2,656	2,991	3,394	3,394	3,621
자본총계	13,097	12,933	13,127	13,194	14,075
순차입금	2,596	5,738	7,069	6,728	5,580
총차입금	7,091	8,739	11,184	11,248	7,311

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,122	40	778	1,343	2,327
당기순이익	576	-399	-441	146	1,105
감가상각비	257	515	648	933	954
외환손익	-4	-4	-4	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	3	0	0
자산부채의 증감	-6	-366	254	52	58
기타현금흐름	299	293	317	211	211
투자활동 현금흐름	-4,991	-2,075	-1,608	-454	-454
투자자산	418	-37	-72	-32	-32
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,898	-3,573	-2,597	-600	-600
유형자산 감소	0	178	2	0	0
기타현금흐름	-512	1,357	1,059	178	178
재무활동 현금흐름	2,302	1,936	2,776	-150	-4,192
단기차입금	222	-130	433	63	63
사채 및 장기차입금	2,399	1,784	1,981	0	-4,000
자본	0	537	447	0	0
현금배당	-319	-256	-85	-213	-256
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	2	-3	224	-335	-470
현금의 증감	-1,565	-103	2,171	404	-2,789
기초 현금	3,388	1,823	1,720	3,891	4,295
기말 현금	1,823	1,720	3,891	4,295	1,506
NOPLAT	658	-356	25	377	1,671
FCF	-4,077	-3,693	-1,600	671	1,678

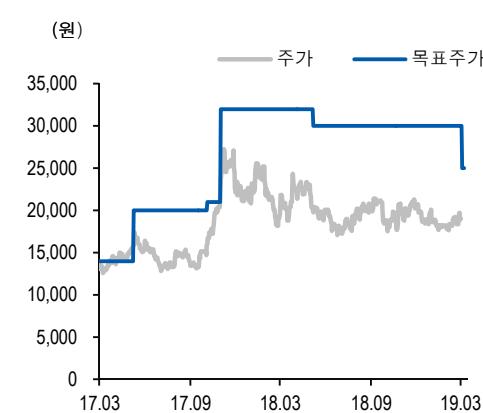
자료: 유인타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	606	-208	-120	318	1,001
BPS	12,257	11,671	11,426	11,505	12,273
EBITDAPS	1,080	332	816	1,440	2,886
SPS	7,641	7,346	8,661	10,776	13,041
DPS	300	100	250	300	300
PER	25.0	-77.0	-156.5	59.7	19.0
PBR	1.2	1.4	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	19.4	77.3	37.4	20.9	10.1
PSR	2.0	2.2	2.2	1.8	1.5
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	12.9	-3.9	17.9	24.4	21.0
영업이익 증가율 (%)	12.8	적전	흑전	1,463.9	343.6
지배순이익 증가율 (%)	-15.5	적전	적지	흑전	214.2
매출총이익률 (%)	19.9	10.5	10.0	13.5	22.7
영업이익률 (%)	9.5	-4.5	0.3	3.8	14.1
지배순이익률 (%)	7.9	-2.8	-1.4	3.0	7.7
EBITDA 마진 (%)	14.1	4.5	9.4	13.4	22.1
ROIC	4.2	-2.2	0.1	1.5	6.7
ROA	2.6	-0.8	-0.4	1.0	3.5
ROE	5.3	-1.9	-1.1	3.0	9.0
부채비율 (%)	76.2	88.3	111.0	110.9	76.1
순차입금/자기자본 (%)	24.9	57.7	72.6	68.7	53.4
영업이익/금융비용 (배)	18.7	-1.2	0.1	1.1	5.0

파라다이스 (034230) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-03-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.