



2019년 4월 11일 | Equity Research

파라다이스 (034230)

P/B 1.3배가 지켜줄 하단

펀더멘털 변화는 없으나 밸류에이션은 변했다

1분기를 저점으로 분기별 성장이 예상되는 펀더멘털의 방향성에는 변함이 없다. 다만, 4분기 자산 재평가에 따른 장부 가치 상승으로 BPS가 약 1.1만원에서 1.4만원으로 변경되면서 현 주가 기준 P/B가 1.6배 → 1.3배로 낮아졌다. 물론, 영업 관련 자산 증가는 아니다. 다만, 사드 규제 정점의 P/B가 1.2~1.3배이고, 이후 완화 기대감으로 저점이 1.5배까지 상승했음을 감안하면 영업외적인 이슈임에도 불구하고 향후 중립 이상의 영향이 있을 수 있다. 마카오 주가도 미-중 분쟁 완화 기대감으로 연초 대비 31% (YTD) 상승하면서 국내 외인카지노에 대한 상대적 투자매력도도 높아졌다. 중장기적인 관점에서 절대적/상대적으로 낮아진 밸류에이션을 근거로 박스권 하단에서의 꾸준한 비중확대 의견을 유지한다.

1Q Preview: OPM -6.2%(YoY -8.9%p)

1분기 예상 매출액/영업이익은 각각 2,034억원(+13% YoY) / -126억원(적자 전환)이다. 드랍액은 사드 규제 이후 분기 사상 최대인 1.62조원(+19%)으로, 중국인 VIP 드랍액이 5,267억원(+62%)으로 2개 분기 연속 플러스 성장한 것이 주 요인이었다. 다만, 3월 홀드올(8.8%) 부진으로 분기 홀드올이 9.3%(-0.8%p YoY)까지 하락하며 실적은 적자 전환이 예상된다. 복합리조트의 카지노 매출액은 751억원(+34%)이다.

2019년 드랍액/매출액 성장은 각각 16%/18%

2019년 예상 드랍액은 6.7조원(+16% YoY)이다. 사드 규제 이후 4년 연속 감소한 중국인 VIP는 더 빠질 수 없는 기저 효과를 바탕으로 2개 분기 연속 플러스 성장을 하고 있으며, 일본은 세가사미의 영업효과 온기 반영 및 1-2의 본격적인 램프업 효과가 기대된다. 다만, 1분기 예상보다 부진한 홀드올을 반영해 연간 영업이익은 기존 대비 하향한 204억원으로 전망하며, 1분기를 저점으로 분기별 성장이 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 27,000원 | CP(4월 10일): 18,400원

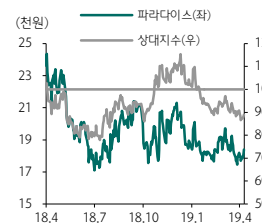
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	760.15
52주 최고/최저(원)	23,400/17,100
시가총액(십억원)	1,673.3
시가총액비중(%)	0.65
발행주식수(천주)	90,942.7
60일 평균 거래량(천주)	662.9
60일 평균 거래대금(십억원)	12.2
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	0.54
외국인지분율(%)	4.96
주요주주 지분율(%)	
파라다이스글로벌 외 11인	46.57
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.2) (1.1) (18.4)
상대	(6.2) (2.7) (5.8)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	946.6	1,089.3
영업이익(십억원)	28.9	82.6
순이익(십억원)	5.4	47.3
EPS(원)	118	448
BPS(원)	13,539	13,843

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	668.0	787.6	932.9	1,179.4	1,350.8
영업이익	십억원	(30.0)	2.4	20.4	93.7	130.6
세전이익	십억원	(33.5)	(42.9)	2.0	76.1	114.0
순이익	십억원	(19.0)	(21.0)	0.9	47.0	66.7
EPS	원	(208)	(231)	10	516	733
증감률	%	적전	적지	흑전	5,060.0	42.1
PER	배	N/A	N/A	1,785.56	35.63	25.09
PBR	배	1.99	1.32	1.30	1.26	1.22
EV/EBITDA	배	96.07	37.81	30.24	15.67	11.20
ROE	%	(1.86)	(1.86)	0.07	3.66	5.04
BPS	원	11,220	14,277	14,194	14,616	15,069
DPS	원	100	100	100	300	300



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다경

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

표 1. 파라다이스 씨티(세가사미) 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출	227	400	666	711	652	643	840	877
카지노	227	350	555	616	557	538	677	718
호텔	1	50	111	95	96	109	163	135
엔터							0	24
매출원가	199	358	536	667	583	586	726	962
카지노	194	241		425	363	366	407	478
호텔	25	117		242	220	220	256	296
엔터							63	188
매출총이익	28	42	130	44	70	58	117	(86)
GPM(%)	12%	11%	20%	6%	11%	9%	14%	-10%
영업이익	(126)	(181)	5	(26)	9	(23)	18	(225)
OPM	-56%	-45%	1%	-4%	1%	-4%	2%	-26%
EBITDA	(112)	(108)	88	69	96	64	119	(79)

자료: 하나금융투자

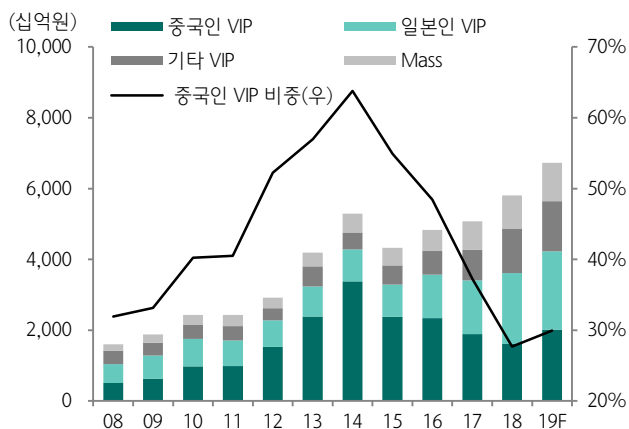
표 2. 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2 Q19F	3 Q19F	4 Q19F
드랍액	5,804	6,731	8,232	1,360	1,386	1,451	1,606	1,621	1,585	1,667	1,859
홀드올	10.3%	10.4%	10.9%	10.1%	9.9%	10.6%	10.4%	9.3%	10.5%	10.6%	11.2%
매출액	788	933	1,179	180	181	210	217	203	219	238	272
카지노	636	745	956	148	147	165	176	162	176	187	221
호텔	131	157	181	27	30	39	35	35	36	43	43
기타	21	30	42	4	4	6	6	6	7	8	8
영업이익	2	20	94	5	(0)	11	(13)	(13)	(1)	10	24
OPM	0%	2%	8%	3%	0%	5%	-6%	-6%	0%	4%	9%
당기순이익	(44)	2	49	1	(5)	5	(47)	(14)	(4)	7	13
지배주주순이익	(21)	1	47	3	(2)	5	(17)	(7)	(1)	3	6

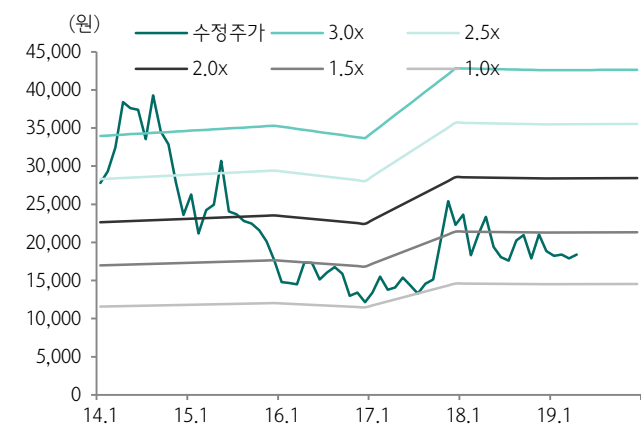
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 1. 국적별 드랍액 추이 - '19년 중국인 VIP 비중 30% 전망



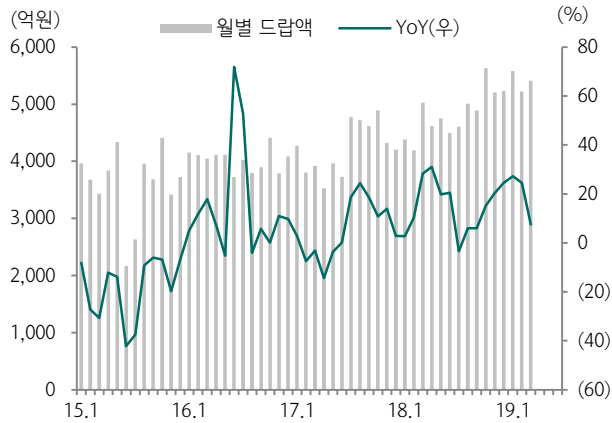
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 2. 파라다이스 12MF P/B 밴드 차트



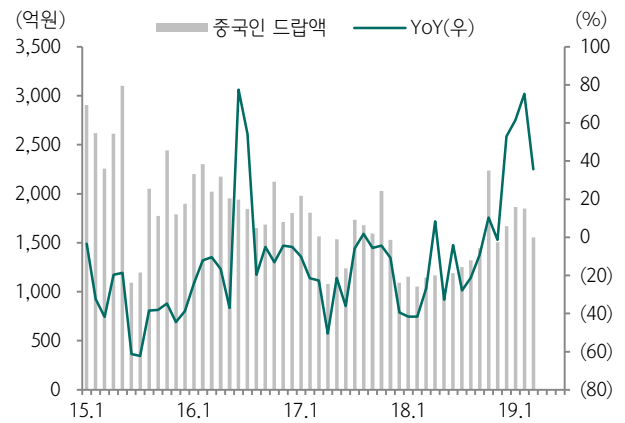
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 3. 월별 드랍액 추이 - 메르스 이후 분기 최대 수준



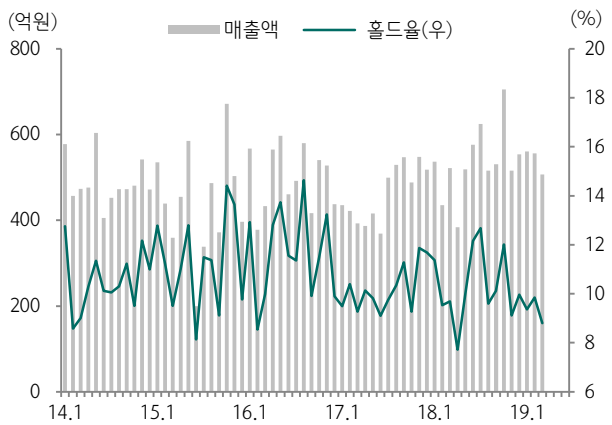
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 4. 월별 중국인 드랍액 추이 - 2개 분기 연속 플러스 성장



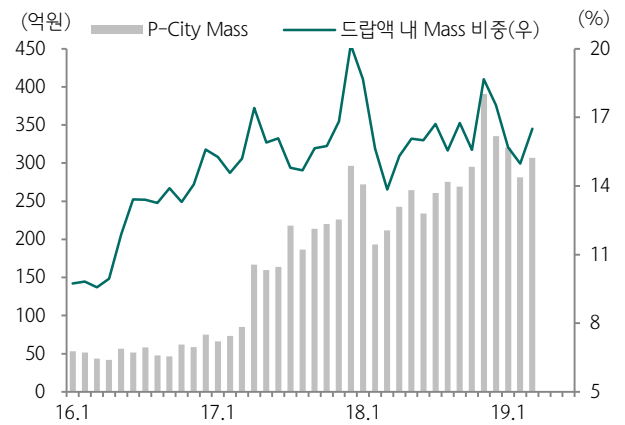
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 5. 월별 매출액 및 홀드율 - 3월 507억원/8.8%



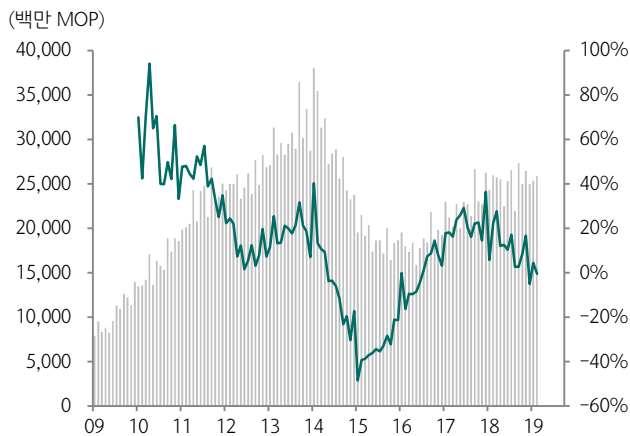
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 6. 씨티의 Mass 드랍액 추이



자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 7. 마카오 GGR - 3월 YoY 0%



자료: DIC, 하나금융투자

그림 8. 마카오 카지노 index - YTD 31% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 파라다이스 월별 드랍액 추이

(단위: 십억원, %)

	18.3	18.4	18.5	18.6	18.7	18.8	18.9	18.10	18.11	18.12	19.1	19.2	19.3
파라다이스 전체	503	462	475	449	461	501	489	563	520	523	558	522	541
VIP	433	391	399	378	384	423	407	475	423	431	470	444	452
China	115	117	103	119	125	132	145	224	151	167	187	185	155
Japan	214	167	186	150	162	187	171	153	163	158	167	159	179
Others(Local)	105	108	110	109	96	104	92	99	109	106	116	101	117
Mass	70	71	76	72	77	78	82	88	97	92	88	78	89
홀드올	9.5	7.7	10.0	12.0	12.6	9.5	9.8	11.9	9.0	9.8	9.3	9.8	8.8
워크힐	249	192	214	189	180	209	190	230	194	218	232	223	235
VIP	211	158	176	152	144	172	150	187	152	175	190	186	194
China	48	43	41	44	41	45	45	85	54	68	82	82	75
Japan	112	55	78	53	54	68	61	55	49	56	56	51	63
Others(Local)	51	60	57	55	49	59	43	47	49	51	52	54	56
Mass	38	34	37	37	37	37	40	43	43	43	42	37	41
제주그랜드	13	16	15	17	25	18	24	30	22	16	28	26	20
VIP	11	13	12	13	21	15	20	26	18	12	24	21	14
China	6	7	10	8	13	9	15	20	11	6	16	15	10
Japan	4	5	2	4	4	5	3	4	4	2	4	4	3
Others(Local)	1	1	1	1	4	1	2	3	2	4	4	2	1
Mass	2	3	3	4	5	3	4	4	4	5	4	5	6
인천	178	175	172	186	188	199	204	220	245	222	229	202	217
VIP	156	150	146	162	162	171	178	190	206	189	197	174	187
China	39	34	33	48	44	47	56	79	62	63	61	55	48
Japan	70	77	68	67	81	87	79	68	92	81	84	80	88
Others(Local)	47	40	45	47	37	37	42	43	52	45	53	39	51
Mass	21	24	26	23	26	28	27	30	39	34	32	28	31
부산	63	80	74	58	67	75	71	83	59	67	68	71	69
VIP	55	70	65	50	58	65	60	72	48	56	59	62	57
China	21	33	20	19	28	32	28	40	23	31	27	33	23
Japan	27	30	38	25	23	27	27	25	18	19	24	23	25
Others(Local)	6	7	6	6	7	6	4	6	6	7	8	6	8
Mass	9	10	10	8	9	10	11	11	12	11	9	9	12
Growth (YoY, %)													
파라다이스 전체	28	31	20	21	(3)	6	6	15	20	24	27	25	8
VIP	30	34	20	21	(6)	5	5	15	18	29	32	26	4
China	(27)	8	(33)	(4)	(28)	(21)	(9)	10	(1)	53	62	75	36
Japan	85	37	56	23	4	21	16	28	26	26	16	3	(16)
Others(Local)	74	75	81	61	26	30	11	10	42	5	19	7	11
Mass	17	15	21	20	9	12	13	14	34	8	7	19	28
워크힐	17	13	21	19	(5)	9	(7)	12	9	7	4	16	(6)
VIP	22	17	26	23	(6)	13	(10)	15	9	10	5	19	(8)
China	(29)	16	(17)	26	(15)	0	(19)	31	4	9	35	59	56
Japan	75	(6)	46	11	(14)	9	1	21	10	19	(13)	(7)	(44)
Others(Local)	24	53	54	33	15	33	(13)	(11)	14	2	(6)	6	9
Mass	(5)	(3)	2	6	(3)	(6)	4	1	11	(5)	(3)	1	9
제주그랜드	(59)	(40)	(60)	(41)	(39)	(69)	(10)	(0)	(23)	65	120	58	55
VIP	(63)	(46)	(64)	(50)	(47)	(73)	(17)	(5)	(31)	56	126	56	32
China	(69)	(64)	(67)	(64)	(59)	(82)	(24)	(18)	(37)	4	192	110	66
Japan	(29)	95	(60)	67	(37)	(11)	(11)	21	(39)	57	(14)	10	(10)
Others(Local)	(76)	(70)	(19)	(36)	251	(28)	79	554	121	514	561	(19)	(2)
Mass	(24)	29	8	91	73	29	54	51	51	94	91	69	175
인천	194	114	83	60	26	57	47	41	73	40	55	29	22
VIP	201	132	86	63	27	58	51	42	73	46	64	27	19
China	37	95	0	57	13	55	62	44	102	114	87	64	21
Japan	328	132	137	36	29	63	38	39	55	43	65	16	24
Others(Local)	587	175	169	142	44	50	66	43	80	4	43	13	10
Mass	150	45	66	43	20	48	26	34	73	13	18	46	45
부산	(28)	7	(16)	(17)	(30)	(21)	(23)	(15)	(30)	41	26	33	9
VIP	(31)	4	(20)	(20)	(34)	(25)	(27)	(18)	(37)	42	30	35	4
China	(48)	(4)	(53)	(47)	(50)	(28)	(43)	(32)	(55)	164	65	147	8
Japan	(8)	8	15	17	(5)	(20)	6	18	(6)	(7)	(2)	(13)	(7)
Others(Local)	(24)	38	14	8	(9)	(31)	(37)	(12)	55	(13)	74	1	40
Mass	1	31	24	16	16	15	10	15	25	36	3	19	37

자료: 파라다이스, 하나금융투자

주정 재무제표

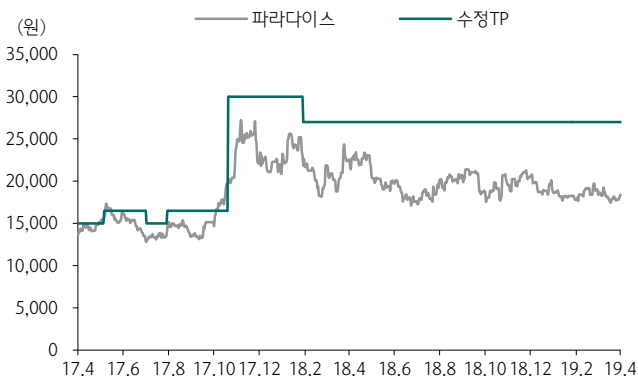
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	668.0	787.6	932.9	1,179.4	1,350.8
매출원가	597.7	709.0	830.4	995.3	1,124.2
매출총이익	70.3	78.6	102.5	184.1	226.6
판매비	100.3	76.2	82.1	90.4	96.0
영업이익	(30.0)	2.4	20.4	93.7	130.6
금융손익	(19.0)	(29.1)	(17.7)	(16.9)	(15.8)
중속/관계기업손익	(0.0)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	(15.1)	(0.7)	(0.8)	(0.8)
세전이익	(33.5)	(42.9)	2.0	76.1	114.0
법인세	6.3	1.3	(0.4)	26.6	39.9
계속사업이익	(39.9)	(44.1)	2.3	49.4	74.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(39.9)	(44.1)	2.3	49.4	74.1
비지배주주지분 순이익	(20.9)	(23.1)	1.4	2.5	7.4
지배주주순이익	(19.0)	(21.0)	0.9	47.0	66.7
지배주주지분포괄이익	(24.3)	286.5	2.2	47.0	70.5
NOPAT	(35.6)	2.5	24.5	60.9	84.9
EBITDA	30.2	74.5	89.4	158.7	204.6
성장성(%)					
매출액증가율	(3.9)	17.9	18.4	26.4	14.5
NOPAT증가율	적전	흑전	880.0	148.6	39.4
EBITDA증가율	(69.2)	146.7	20.0	77.5	28.9
영업이익증가율	적전	흑전	750.0	359.3	39.4
영업이익(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	5,122.2	41.9
EPS증가율	적전	적지	흑전	5,060.0	42.1
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	10.0	11.0	15.6	16.8
EBITDA이익률	4.5	9.5	9.6	13.5	15.1
영업이익률	(4.5)	0.3	2.2	7.9	9.7
계속사업이익률	(6.0)	(5.6)	0.2	4.2	5.5
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(208)	(231)	10	516	733
BPS	11,220	14,277	14,194	14,616	15,069
CFPS	696	1,142	1,246	1,542	2,060
EBITDAPS	332	819	983	1,745	2,250
SPS	7,346	8,661	10,258	12,969	14,853
DPS	100	100	100	300	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	1,785.6	35.6	25.1
PBR	2.0	1.3	1.3	1.3	1.2
PCR	32.0	16.5	14.8	11.9	8.9
EV/EBITDA	96.1	37.8	30.2	15.7	11.2
PSR	3.0	2.2	1.8	1.4	1.2
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(1.9)	0.1	3.7	5.0
ROA	(0.8)	(0.8)	0.0	1.4	2.0
ROIC	(2.2)	0.1	1.1	2.8	4.1
부채비율	88.3	93.8	95.2	100.1	103.0
순부채비율	44.4	46.0	41.8	27.4	14.8
이자보상배율(배)	(1.2)	0.1	0.4	86.4	97.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	344.7	327.5	410.2	630.8	847.7
금융자산	300.1	258.7	330.9	530.5	732.8
현금성자산	172.0	207.1	266.0	448.5	638.9
매출채권 등	18.7	27.5	34.5	43.6	50.0
재고자산	5.4	6.6	8.4	10.6	12.1
기타비유동자산	20.5	34.7	36.4	46.1	52.8
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,752.5	2,693.2	2,623.1
투자자산	33.3	23.4	21.7	27.4	31.4
금융자산	33.3	17.2	21.7	27.4	31.4
유형자산	1,624.2	2,262.6	2,202.6	2,145.3	2,077.6
무형자산	289.6	276.2	267.1	259.5	253.1
기타비유동자산	143.6	261.0	261.1	261.0	261.0
자산총계	2,435.3	3,150.8	3,162.6	3,324.0	3,470.8
유동부채	252.6	421.8	434.2	499.2	558.9
금융부채	52.0	108.7	108.7	87.8	87.8
매입채무 등	191.2	299.7	308.9	390.5	447.2
기타유동부채	9.4	13.4	16.6	20.9	23.9
비유동부채	889.4	1,102.9	1,108.5	1,163.9	1,202.5
금융부채	822.0	898.6	898.6	898.6	898.6
기타비유동부채	67.4	204.3	209.9	265.3	303.9
부채총계	1,142.0	1,524.7	1,542.7	1,663.2	1,761.4
지배주주지분	994.2	1,272.2	1,264.6	1,303.1	1,344.3
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
자본조정	(26.1)	(26.1)	(26.1)	(26.1)	(26.1)
기타포괄이익누계액	(1.8)	313.2	313.2	313.2	313.2
이익잉여금	680.1	643.2	635.6	674.0	715.2
비지배주주지분	299.1	353.9	355.3	357.7	365.1
자본총계	1,293.3	1,626.1	1,619.9	1,660.8	1,709.4
순금융부채	573.8	748.6	676.4	455.8	253.6
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4.0	106.4	82.7	234.9	231.9
당기순이익	(39.9)	(44.1)	2.3	49.4	74.1
조정	71.0	122.7	72.9	65.1	74.1
감가상각비	60.1	72.1	69.0	65.0	74.0
외환거래손익	(0.4)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
기타	11.3	50.3	3.9	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(27.1)	27.8	7.5	120.4	83.7
투자활동 현금흐름	(207.5)	(223.7)	(15.3)	(23.0)	(16.0)
투자자산감소(증가)	10.2	11.0	1.7	(5.7)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(339.5)	(270.5)	0.0	0.0	0.0
기타	121.8	35.8	(17.0)	(17.3)	(12.0)
재무활동 현금흐름	193.6	151.3	(8.5)	(29.4)	(25.6)
금융부채증가(감소)	163.8	133.3	0.0	(20.9)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	55.4	26.5	0.0	0.0	0.0
배당지급	(25.6)	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(25.6)
현금의 증감	(10.3)	35.1	58.9	182.6	190.3
Unlevered CFO	63.3	103.9	113.3	140.2	187.4
Free Cash Flow	(353.3)	(164.6)	82.7	234.9	231.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

파라다이스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.2.8	BUY	27,000		
17.10.30	BUY	30,000	-21.82%	-9.17%
17.8.9	Neutral	16,500	-8.17%	19.39%
17.7.12	Neutral	15,000	-10.33%	-7.67%
17.5.16	Neutral	16,500	-6.95%	5.15%
17.2.10	Neutral	15,000	-5.64%	3.33%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 04월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.