2019년 8월 30일 I Equity Research

파라다이스 (034230)

우려만 하기엔 아까운 업황

관망보다는 매수를

일본 드랍액 비중이 30%를 상회하는 동사에 대한 우려가 높지만, 8월 오봉 연휴를 맞아 일본 드랍액은 사상 최대가 예상된다. 홀드율의 훼손이 없다면 사상 최대 매출에 근접한 실적이 기대되며, 10월 중국의 국경절에는 또 한번의 사상 최대가 예상된다. 프록시 베팅에 대한 중국 정부의 경고와 빠르면 2020년 일본 복합리조트 후보지 선정을 앞둔 세가사미의 적극적인 노력, 그리고 원화 가치의 하락(드랍액 상승)이라는 대외적 변수들이 긍정적이기에 하반기 이후의 성장성은 더욱 기대된다. 관망보다는 매수가 유효하다.

태양성의 프록시 베팅에 대한 중국 정부의 견제구

7월 중국 정부는 마카오 정켓 1위인 태양성의 온라인 프록시(대리) 베팅 증가에 주목하고 있다고 언급했다. 최근 프록시 베팅이 합법적인 캄보디아/필리핀 등에서 관련 산업이 가파르게 성장하면서 불법적인 경로를 통한 자본 유출에 대한 우려가 커진 상황이다. 필리핀의 상반기 카지노 매출액은 20억 달러(+16% YoY)로 빠른 성장을 보였다. 캄보디아의 프놈펜 카지노를 독점 중인 Naga Corp 역시 상반기 9억 달러(+22%)의 매출을 기록했다.

하반기 실적 레버리지 진입 구간

원더박스 완공 이후 복합리조트의 비 카지노 매출이 빠르게 증가하고 있다. 호텔의 경우 객실 점유율이 예상치를 상회하는 60% 중반까지 상승하면서 ADR도 동반 상승하고 있다. 엔터테인먼트 매출은 1Q 27억원에서 3Q 60억원 이상 성장할 것이다. 비 카지노 매출 증가는 중장기적으로 Mass 드랍액 성장 및 홀드율 상승으로 이어질 것이기에 상당히 긍정적이다. 최근, Mass가 주로 이용하는 ETG의 가동률이 95%까지 상승하면서 연내 관련 테이블 증설도 예상된다. 상반기 세가사미의 영업손실은 고정비를 커버하지 못하면서 약 120억원 내외를 기록했는데, 하반기 가파른 성장세를 감안하면 2020년 BEP 상회 구간에서 공헌 이익률이 60%를 상회할 것이기에 하반기 이후 실적 기대감은 꾸준히 점증할 것이다.

Update

BUY

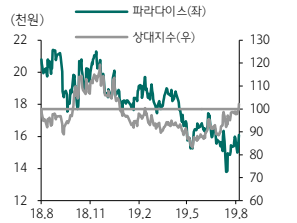
I TP(12M): 22,000원 I CP(8월 29일): 16,100원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	599.57
52주 최고/최저(원)	21,400/13,800
시가총액(십억원)	1,464.2
시가총액비중(%)	0.70
발행주식수(천주)	90,942.7
60일 평균 거래량(천주)	414.8
60일 평균 거래대금(십억원)	6.6
19년 배당금(예상,원)	100
19년 배당수익률(예상,%)	0.62
외국인지분율(%)	5.76
주요주주 지분율(%)	
파라다이스글로벌 외 11인	46.57
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	6.6	(12.5)	(20.1)
상대	10.0	6.7	7.0

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	938.5	1,069.4
영업이익(십억원)	24.1	79.9
순이익(십억원)	(14.8)	39.5
EPS(원)	(39)	335
BPS(원)	14,688	14,866

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	668.0	787.6	925.6	1,076.3	1,182.2
영업이익	십억원	(30.0)	2.4	21.3	79.7	111.5
세전이익	십억원	(33.5)	(42.9)	(20.2)	39.9	73.6
순이익	십억원	(19.0)	(21.0)	(12.1)	32.2	56.3
EPS	원	(208)	(231)	(133)	354	619
증감률	%	적전	적지	적지	흑전	74.9
PER	배	N/A	N/A	N/A	45.45	26.02
PBR	배	1.99	1.32	1.15	1.12	1.09
EV/EBITDA	배	96.07	37.66	27.21	14.33	10.45
ROE	%	(1.86)	(1.86)	(0.96)	2.55	4.35
BPS	원	11,220	14,277	14,051	14,311	14,743
DPS	원	100	100	100	200	300

Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

표 1. 파라다이스 씨티(세가사미) 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출	227	400	666	711	652	643	840	877	907	1,058
카지노	227	350	555	616	557	538	677	718	748	864
호텔	1	50	111	95	96	109	163	135	132	151
엔터							0	24	27	43
매출원가	199	358	536	667	583	586	726	962	887	935
카지노	194	241		425	363	366	407	478	445	486
호텔	25	117		242	220	220	256	296	274	300.6
엔터							63	188	168	148.14
매출총이익	28	42	130	44	70	58	117	(86)	20	123
GPM(%)	12%	11%	20%	6%	11%	9%	14%	-10%	2%	12%
영업이익	(126)	(181)	5	(26)	9	(23)	18	(225)	(71)	(50)
OPM	-56%	-45%	1%	-4%	1%	-4%	2%	-26%	-8%	-5%
EBITDA	(112)	(108)	88	69	96	64	119	20	82	112

자료: 하나금융투자

표 2. 파라다이스 실적 추이 및 전망

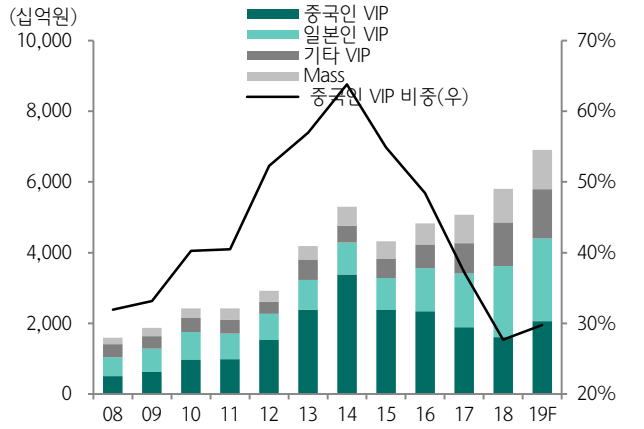
(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
드랍액	5,804	6,908	7,791	1,360	1,386	1,451	1,606	1,621	1,847	1,745	1,696
홀드율	10%	10%	11%	10%	10%	11%	10%	9%	10%	11%	10%
매출액	788	926	1,076	180	181	210	217	202	234	253	237
카지노	387	403	456	93	93	97	104	87	104	112	101
호텔	81	90	98	17	19	23	21	20	20	25	24
기타	18	20	23	4	4	6	4	5	4	7	5
복합리조트	301	413	498	65	64	84	87	91	106	109	107
영업이익	2	21	80	5	(0)	11	(13)	(6)	5	19	4
OPM	0%	2%	7%	3%	0%	5%	-6%	-3%	2%	7%	2%
당기순이익	(44)	(23)	34	1	(5)	5	(47)	(14)	(7)	7	(9)
지배주주순이익	(21)	(12)	32	3	(2)	5	(17)	(8)	(2)	6	(8)

자료: 파라다이스, 하나금융투자

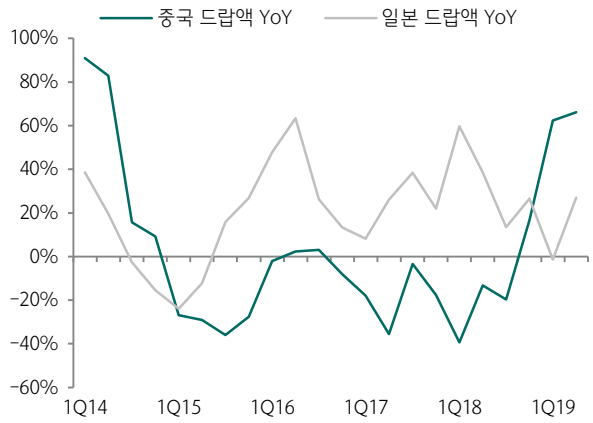
Analyst 이기훈 02-3771-7722

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



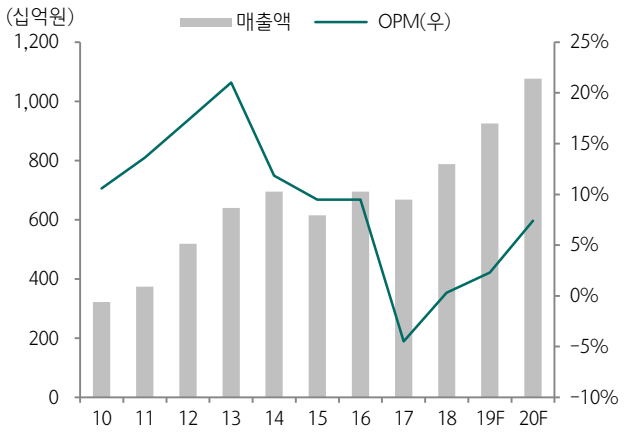
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 2. 국적별 드랍액 분기별 YoY



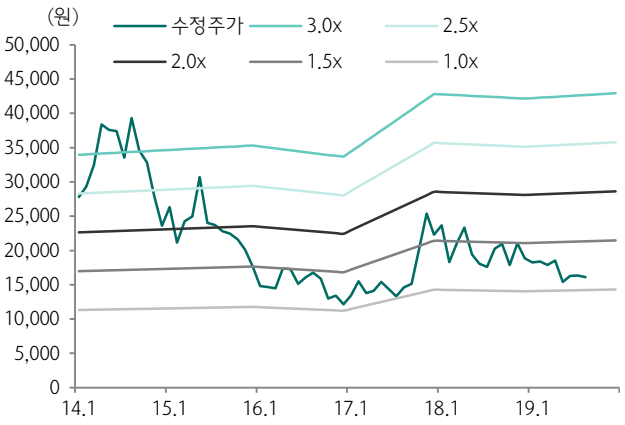
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 3. 매출액 및 OPM 추이



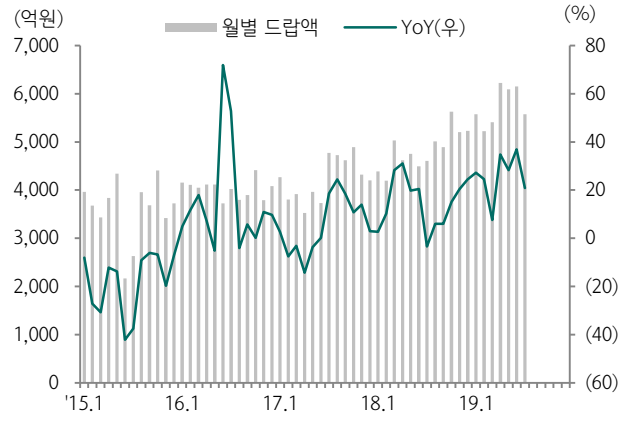
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 4. 파라다이스 12MF P/B 밴드 차트



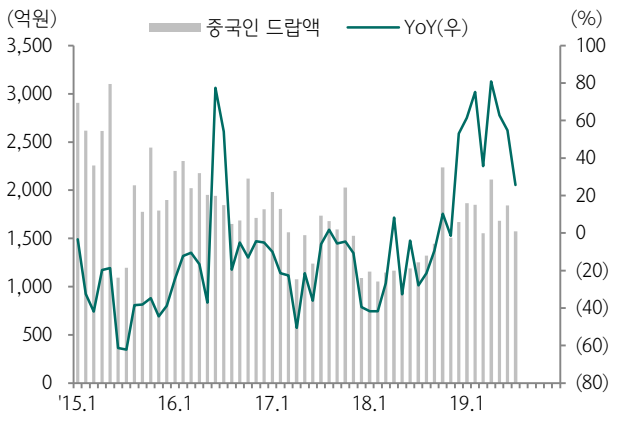
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 5. 월별 드랍액 추이 – 7월 5,571억(YoY +21%)



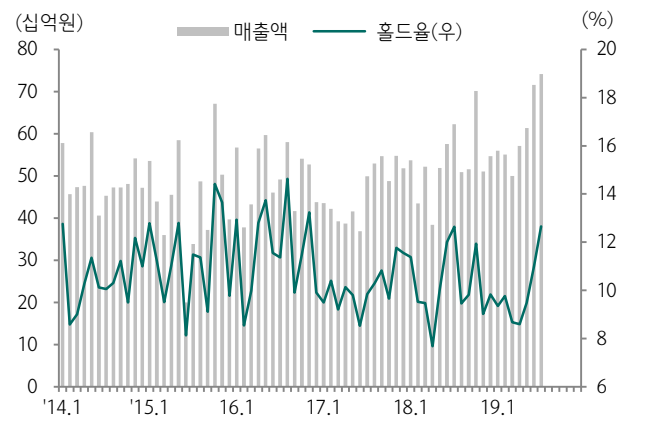
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 6. 월별 중국인 드랍액 추이 – 2개 분기 연속 플러스 성장



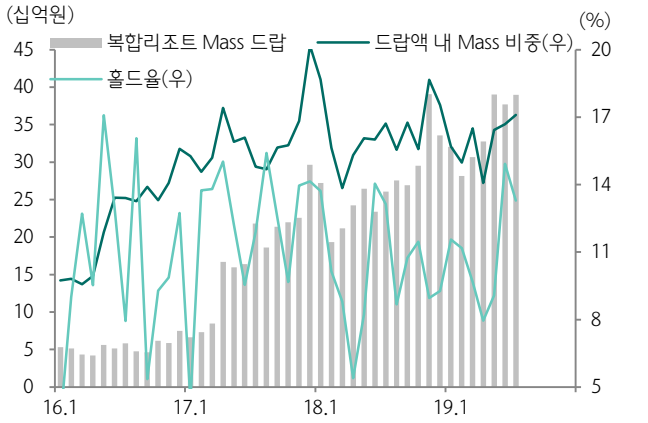
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 7. 월별 매출액 및 홀드율 – 7월 매출액 741억원, 홀드율 12.7%



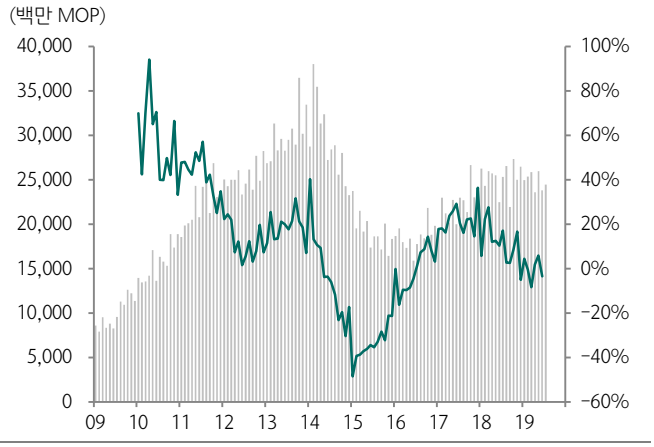
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 8. 복합리조트 Mass 드랍액 및 홀드율 추이



자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 9. 마카오 GGR – 7월 YoY -3%



자료: DICJ, 하나금융투자

그림 10. 마카오 카지노 index – YTD 3% 상승

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 최근 Sun City의 주요 해외 사업 내역

국가	사업 내용	위치	사업 성격	오픈 시점	테이블
캄보디아	VIP룸	NagaWorld Phase2, 프놈펜	정켓	18/2	15
캄보디아	VIP룸	Xihu Resort Hotel, Sihanoukville.	정켓	19/5	20
캄보디아	카지노 운영	Golden Sun Sky Resort, Sihanoukville	운영권 보유	1Q20	
베트남	카지노 운영	Hoiana Phase1, Hoi An	직접투자	2H19	140
러시아	카지노 운영	Tigre de Cristal, Vladivostok	직접투자	15년 오픈	58
일본	콘소시엄 통해 IR 입찰	미정	직접투자	입찰 중	

자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자
주: VIP룸 테이블 규모는 정켓룸이 할당 받은 수만 기재

Analyst 이기훈 02-3771-7722

표 4. 파라다이스 월별 드랍액 추이

(단위: 십억원, %)

	18.7	18.8	18.9	18.10	18.11	18.12	19.1	19.2	19.3	19.4	19.5	19.6	19.7
파라다이스 전체	461	501	489	563	520	523	558	522	541	622	609	615	557
VIP	384	423	407	475	423	431	470	444	452	535	509	513	462
China	125	132	145	224	151	167	187	185	155	211	168	184	157
Japan	162	187	171	153	163	158	167	159	179	208	228	202	188
Others(Local)	96	104	92	99	109	106	116	101	117	115	113	127	117
Mass	77	78	82	88	97	92	88	78	89	88	100	103	95
홀드율	12.6	9.5	9.8	11.9	9.0	9.8	9.3	9.8	8.7	8.6	9.5	11.0	12.7
워커힐	180	209	190	230	194	218	232	223	235	263	219	247	230
VIP	144	172	150	187	152	175	190	186	194	224	177	202	192
China	41	45	45	85	54	68	82	82	75	105	49	65	65
Japan	54	68	61	55	49	56	56	51	63	66	75	70	67
Others(Local)	49	59	43	47	49	51	52	54	56	53	54	67	61
Mass	37	37	40	43	43	43	42	37	41	39	42	45	38
제주그랜드	25	18	24	30	22	16	28	26	20	34	35	50	33
VIP	21	15	20	26	18	12	24	21	14	28	28	42	26
China	13	9	15	20	11	6	16	15	10	21	19	30	19
Japan	4	5	3	4	4	2	4	4	3	6	6	10	4
Others(Local)	4	1	2	3	2	4	4	2	1	2	2	3	3
Mass	5	3	4	4	4	5	4	5	6	6	7	7	7
인천	188	199	204	220	245	222	229	202	217	248	279	250	235
VIP	162	171	178	190	206	189	197	174	187	216	240	212	196
China	44	47	56	79	62	63	61	55	48	59	77	69	54
Japan	81	87	79	68	92	81	84	80	88	104	114	94	94
Others(Local)	37	37	42	43	52	45	53	39	51	53	50	50	48
Mass	26	28	27	30	39	34	32	28	31	33	39	38	39
부산	67	75	71	83	59	67	68	71	69	77	75	68	59
VIP	58	65	60	72	48	56	59	62	57	66	64	56	48
China	28	32	28	40	23	31	27	33	23	27	24	21	20
Japan	23	27	27	25	18	19	24	23	25	32	33	27	23
Others(Local)	7	6	4	6	6	7	8	6	8	7	7	7	5
Mass	9	10	11	11	12	11	9	9	12	10	11	12	11
Growth (YoY, %)													
파라다이스 전체	(3)	6	6	15	20	24	27	25	8	35	28	37	21
VIP	(6)	5	5	15	18	29	32	26	4	37	28	36	20
China	(28)	(21)	(9)	10	(1)	53	62	75	36	81	63	55	26
Japan	4	21	16	28	26	26	16	3	(16)	25	23	35	15
Others(Local)	26	30	11	10	42	5	19	7	11	7	3	16	22
Mass	9	12	13	14	34	8	7	19	28	24	31	43	24
워커힐	(5)	9	(7)	12	9	7	4	16	(6)	37	3	31	28
VIP	(6)	13	(10)	15	9	10	5	19	(8)	42	1	33	34
China	(15)	0	(19)	31	4	9	35	59	56	142	19	48	59
Japan	(14)	9	1	21	10	19	(13)	(7)	(44)	21	(4)	32	23
Others(Local)	15	33	(13)	(11)	14	2	(6)	6	9	(11)	(6)	22	25
Mass	(3)	(6)	4	1	11	(5)	(3)	1	9	15	12	24	4
제주그랜드	(39)	(69)	(10)	(0)	(23)	65	120	58	55	112	136	193	30
VIP	(47)	(73)	(17)	(5)	(31)	56	126	56	32	118	127	216	25
China	(59)	(82)	(24)	(18)	(37)	4	192	110	66	204	97	263	48
Japan	(37)	(11)	(11)	21	(39)	57	(14)	10	(10)	8	306	137	(7)
Others(Local)	251	(28)	79	554	121	514	561	(19)	(2)	143	131	167	(12)
Mass	73	29	54	51	51	94	91	69	175	86	176	105	51
인천	26	57	47	41	73	40	55	29	22	42	62	35	25
VIP	27	58	51	42	73	46	64	27	19	43	65	31	21
China	13	55	62	44	102	114	87	64	21	75	131	42	22
Japan	29	63	38	39	55	43	65	16	24	35	68	41	16
Others(Local)	44	50	66	43	80	4	43	13	10	32	12	5	31
Mass	20	48	26	34	73	13	18	46	45	35	48	61	49
부산	(30)	(21)	(23)	(15)	(30)	41	26	33	9	(4)	1	17	(12)
VIP	(34)	(25)	(27)	(18)	(37)	42	30	35	4	(5)	(1)	12	(17)
China	(50)	(28)	(43)	(32)	(55)	164	65	147	8	(19)	21	12	(27)
Japan	(5)	(20)	6	18	(6)	(7)	(2)	(13)	(7)	8	(14)	8	(1)
Others(Local)	(9)	(31)	(37)	(12)	55	(13)	74	1	40	5	3	27	(28)
Mass	16	15	10	15	25	36	3	19	37	8	18	49	13

자료: 파라다이스, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**668.0**	**787.6**	**925.6**	**1,076.3**	**1,182.2**
매출원가	597.7	709.0	816.8	904.7	974.5
매출총이익	70.3	78.6	108.8	171.6	207.7
판관비	100.3	76.2	87.5	91.9	96.2
영업이익	**(30.0)**	**2.4**	**21.3**	**79.7**	**111.5**
금융손익	(19.0)	(29.1)	(44.7)	(43.9)	(42.8)
종속/관계기업손익	(0.0)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	(15.1)	3.3	4.0	4.9
세전이익	**(33.5)**	**(42.9)**	**(20.2)**	**39.9**	**73.6**
법인세	6.3	1.3	3.0	6.0	11.0
계속사업이익	(39.9)	(44.1)	(23.2)	33.9	62.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(39.9)**	**(44.1)**	**(23.2)**	**33.9**	**62.5**
비지배주주지분 순이익	(20.9)	(23.1)	(11.1)	1.7	6.3
지배주주순이익	**(19.0)**	**(21.0)**	**(12.1)**	**32.2**	**56.3**
지배주주지분포괄이익	(24.3)	286.5	(22.4)	32.8	60.4
NOPAT	(35.6)	2.5	24.5	67.8	94.8
EBITDA	30.2	74.5	89.3	156.7	197.2
성장성(%)					
매출액증가율	(3.9)	17.9	17.5	16.3	9.8
NOPAT증가율	적전	흑전	880.0	176.7	39.8
EBITDA증가율	(69.2)	146.7	19.9	75.5	25.8
영업이익증가율	적전	흑전	787.5	274.2	39.9
(지배주주)순익증가율	적전	적지	적지	흑전	74.8
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	74.9
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	10.0	11.8	15.9	17.6
EBITDA이익률	4.5	9.5	9.6	14.6	16.7
영업이익률	(4.5)	0.3	2.3	7.4	9.4
계속사업이익률	(6.0)	(5.6)	(2.5)	3.1	5.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(208)	(231)	(133)	354	619
BPS	11,220	14,277	14,051	14,311	14,743
CFPS	696	1,142	526	1,275	1,744
EBITDAPS	332	819	982	1,723	2,169
SPS	7,346	8,661	10,178	11,835	12,999
DPS	100	100	100	200	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	45.5	26.0
PBR	2.0	1.3	1.1	1.1	1.1
PCFR	32.0	16.5	30.6	12.6	9.2
EV/EBITDA	96.1	37.7	27.2	14.3	10.5
PSR	3.0	2.2	1.6	1.4	1.2
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(1.9)	(1.0)	2.5	4.3
ROA	(0.8)	(0.8)	(0.4)	1.0	1.7
ROIC	(2.2)	0.1	1.1	3.2	4.7
부채비율	88.3	93.8	100.0	104.5	105.9
순부채비율	44.4	45.4	39.1	27.0	14.8
이자보상배율(배)	(1.2)	0.1	0.0	73.5	83.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**344.7**	**327.5**	**430.5**	**628.5**	**826.8**
금융자산	300.1	269.4	362.2	549.0	739.5
현금성자산	172.0	207.1	290.8	467.8	651.4
매출채권 등	18.7	27.5	32.3	37.5	41.2
재고자산	5.4	6.6	7.8	9.1	10.0
기타유동자산	20.5	24.0	28.2	32.9	36.1
비유동자산	**2,090.7**	**2,823.2**	**2,758.2**	**2,684.5**	**2,601.2**
투자자산	33.3	23.4	26.4	29.7	32.0
금융자산	33.3	17.2	20.3	23.6	25.9
유형자산	1,624.2	2,262.6	2,202.7	2,132.7	2,053.0
무형자산	**289.6**	**276.2**	**268.1**	**261.1**	**255.1**
기타비유동자산	**143.6**	**261.0**	**261.0**	**261.0**	**261.1**
자산총계	**2,435.3**	**3,150.8**	**3,188.7**	**3,313.0**	**3,428.0**
유동부채	**252.6**	**421.8**	**455.6**	**515.4**	**557.5**
금융부채	52.0	108.7	87.8	87.8	87.8
매입채무 등	191.2	299.7	352.2	409.6	449.9
기타유동부채	9.4	13.4	15.6	18.0	19.8
비유동부채	**889.4**	**1,102.9**	**1,138.7**	**1,177.8**	**1,205.3**
금융부채	**822.0**	**898.6**	**898.6**	**898.6**	**898.6**
기타비유동부채	67.4	204.3	240.1	279.2	306.7
부채총계	**1,142.0**	**1,524.7**	**1,594.3**	**1,693.2**	**1,762.7**
지배주주지분	**994.2**	**1,272.2**	**1,251.7**	**1,275.4**	**1,314.6**
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	622.6	646.3	685.5
비지배주주지분	**299.1**	**353.9**	**342.7**	**344.4**	**350.7**
자본총계	**1,293.3**	**1,626.1**	**1,594.4**	**1,619.8**	**1,665.3**
순금융부채	573.8	737.9	624.2	437.4	246.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

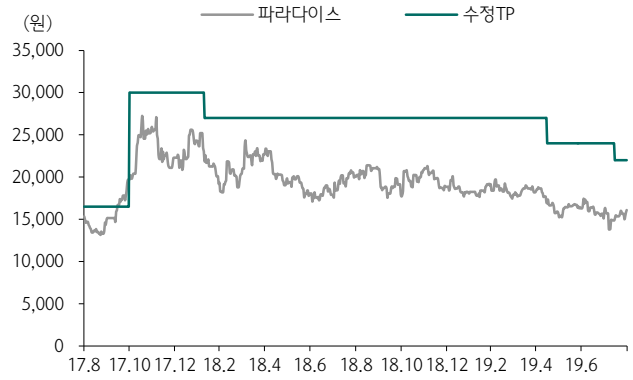
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**4.0**	**106.4**	**125.2**	**197.8**	**209.2**
당기순이익	(39.9)	(44.1)	(23.2)	33.9	62.5
조정	71.0	122.7	68.0	76.1	85.0
감가상각비	60.1	72.1	68.1	77.0	85.7
외환거래손익	(0.4)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
기타	11.3	50.3	(0.1)	(0.9)	(0.7)
영업활동 자산부채 변동	(27.1)	27.8	80.4	87.8	61.7
투자활동 현금흐름	**(207.5)**	**(223.7)**	**(12.1)**	**(11.2)**	**(7.3)**
투자자산감소(증가)	10.2	11.0	(3.0)	(3.3)	(2.3)
유형자산감소(증가)	(339.5)	(270.5)	0.0	0.0	0.0
기타	121.8	35.8	(9.1)	(7.9)	(5.0)
재무활동 현금흐름	**193.6**	**151.3**	**(29.4)**	**(9.6)**	**(18.4)**
금융부채증가(감소)	163.8	133.3	(20.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	55.4	26.5	0.0	(1.1)	(1.4)
배당지급	(25.6)	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(17.0)
현금의 증감	**(10.3)**	**35.1**	**83.8**	**177.0**	**183.6**
Unlevered CFO	63.3	103.9	47.9	116.0	158.6
Free Cash Flow	(353.3)	(164.6)	125.2	197.8	209.2

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

파라다이스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.14	BUY	22,000		
19.5.15	BUY	24,000	-33.03%	-27.29%
18.2.8	BUY	27,000	-27.67%	-9.81%
17.10.30	BUY	30,000	-21.82%	-9.17%
17.10.20	Neutral	16,500	11.31%	19.39%
17.7.12	Neutral	15,000	-4.66%	16.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	88.5%	10.8%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 8월 30일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 08월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.