

# 파라다이스 (034230)

## 컨센서스 상향 여지가 가장 높다

### 하반기 사상 최대가 이어질 것

일본과 관련된 정치적 이슈와 무관한 성장을 증명하면서 주가는 P/B 1.0배도 하회했던 과도한 저평가를 해소하고 있다. 7~8월의 엄청난 서프라이즈에도 혹시 모를 9월 쇼크에 대비해 3분기 컨센서스가 유지되고 있으나 상향 여지가 상당히 높아 보이고, 계절적 비수기인 9월을 넘어서면 10월 중국 국경절을 맞이해 사상 최대를 또 한번 경신할 것이다. BEP를 막 넘어서고 있는 복합리조트의 레버리지를 감안하면 2019년 하반기 영업이익 컨센서스 상향이 그대로 2020년 실적 상향으로 이어질 개연성이 높은 만큼 지속적인 컨센서스 상향에 대한 기대감을 높게 유지할 필요가 있다.

### 3Q Preview: OPM 9.8%(+4.6%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 2,573억원(+22% YoY)/252억원(+133% YoY)으로 기존 영업이익 예상치 대비 35% 상향한다. 9월 예상 카지노 매출액은 비수기를 감안해 보수적으로 570억원(+11%, 드랍액 5,500억원/홀드올 10.5% 가정)을 반영했기에 충분히 가능한 수준이다. 현재 3분기 영업이익 컨센서스인 177억원이 유지되기 위해서는 9월 매출액이 최근 1년 내 경험하지 못한 450억원 수준의 쇼크를 시현해야 하기에 특별한 '언력'이 발생하지 않는 한 컨센서스는 상향될 가능성이 높다. 일본/중국 VIP 드랍액은 3분기에도 20% 내외 성장하고 있으며, 호텔의 경우 꾸준한 호평에 기반한 빠른 램프업으로 70% 이상의 객실점유율이 예상된다.

### 2020년은 레버리지의 시작

상반기 씨티의 영업이익은 -121억원이나 하반기에는 월별 300억원 이상으로 레벨업한 카지노 매출액을 감안하면 흑자 전환이 예상된다. BEP 레벨을 막 벗어난 2020년에는 복합리조트의 성장에 따른 레버리지가 온기로 반영될 것인데, 카지노 매출의 콤프와 세금이 각각 10%/15% 수준임을 감안하면 변동비를 감안해도 공헌 OPM이 60%에 근접할 것이다. 즉, 복합리조트의 매출액이 1,000억원 내외 성장한다면 영업이익은 600억원 내외 성장을 기대해 볼 수 있다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 22,000원 | CP(9월 19일): 18,600원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	645.71
52주 최고/최저(원)	21,300/13,800
시가총액(십억원)	1,691.5
시가총액비중(%)	0.75
발행주식수(천주)	90,942.7
60일 평균 거래량(천주)	459.0
60일 평균 거래대금(십억원)	7.4
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	0.54
외국인지분율(%)	6.41
주요주주 지분율(%)	
파라다이스글로벌 외 11인	46.57
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.8 (1.3) (10.4)
상대	11.2 14.4 14.8

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	942.4	1,069.9
영업이익(십억원)	25.3	80.5
순이익(십억원)	(13.7)	39.3
EPS(원)	(36)	323
BPS(원)	14,694	14,861

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	668.0	787.6	938.7	1,072.4	1,167.5
영업이익	십억원	(30.0)	2.4	28.4	83.3	115.4
세전이익	십억원	(33.5)	(42.9)	(13.0)	43.5	77.4
순이익	십억원	(19.0)	(21.0)	(2.5)	35.1	59.2
EPS	원	(208)	(231)	(28)	386	651
증감률	%	적전	적지	적지	흑전	68.7
PER	배	N/A	N/A	N/A	48.18	28.55
PBR	배	1.99	1.32	1.31	1.29	1.25
EV/EBITDA	배	96.07	37.66	27.37	15.37	11.35
ROE	%	(1.86)	(1.86)	(0.20)	2.75	4.53
BPS	원	11,220	14,277	14,155	14,448	14,912
DPS	원	100	100	100	200	300



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeongpark@hanafn.com

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	301
엔터							63	188	168	148
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

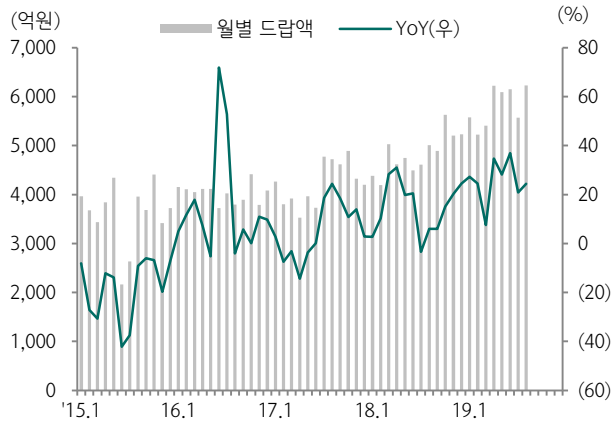
표 2. 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
드랍액	5,804	6,973	7,738	1,360	1,386	1,451	1,606	1,621	1,847	1,736	1,770
홀드올	10%	10%	11%	10%	10%	11%	10%	9%	10%	11%	11%
매출액	788	939	1,072	180	181	210	217	202	234	257	246
카지노	387	405	444	93	93	97	104	87	104	109	106
호텔	81	88	95	17	19	23	21	20	20	25	23
기타	18	20	22	4	4	6	4	5	4	6	5
복합리조트	301	426	511	65	64	84	87	91	106	117	113
영업이익	2	28	83	5	(0)	11	(13)	(6)	5	25	5
OPM	0%	3%	8%	3%	0%	5%	-6%	-3%	2%	10%	2%
당기순이익	(44)	(17)	37	1	(5)	5	(47)	(14)	(7)	13	(9)
지배주주순이익	(21)	(3)	35	3	(2)	5	(17)	(8)	(2)	12	(5)

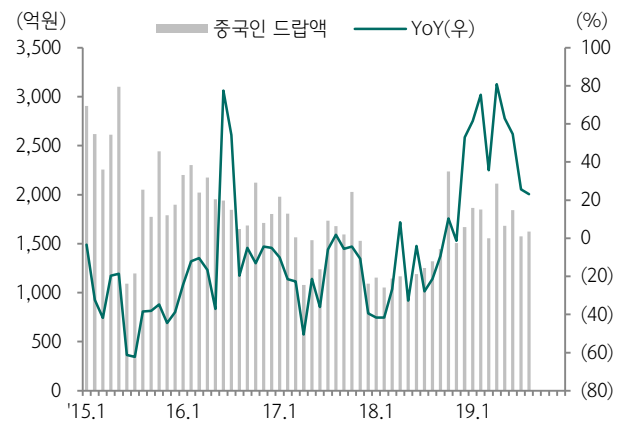
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 1. 월별 드랍액 추이 - 8월 6,230억(YoY +24%)



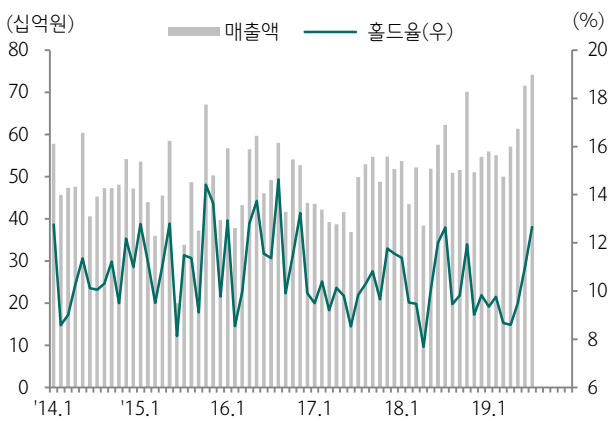
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 2. 월별 중국인 드랍액 추이 - 9개월 연속 플러스 성장



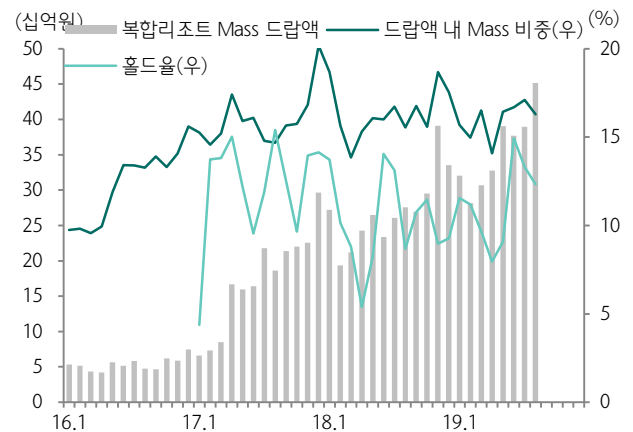
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 3. 월별 매출액 및 홀드율 - 8월 매출액 693억원, 홀드율 10.6%



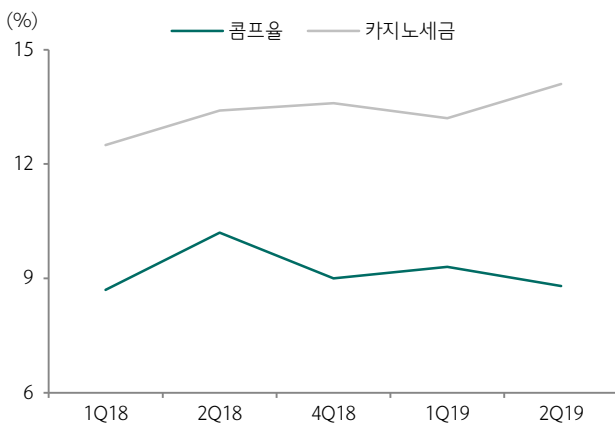
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 4. 복합리조트 Mass 드랍액 및 홀드율 추이



자료: 파라다이스, 하나금융투자

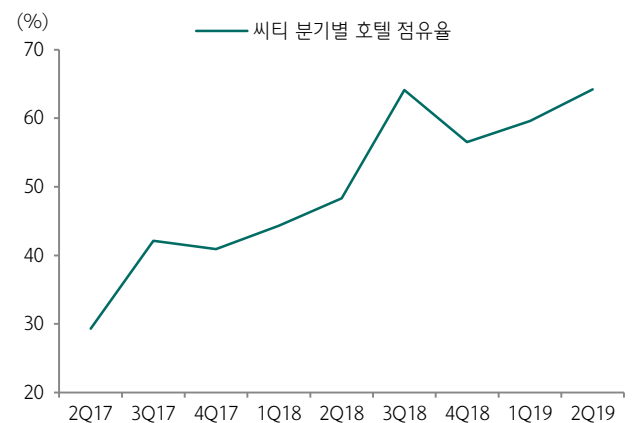
그림 5. 파라다이스 시티의 카지노 순매출 대비 주요 비용 비율



자료: 파라다이스, 하나금융투자

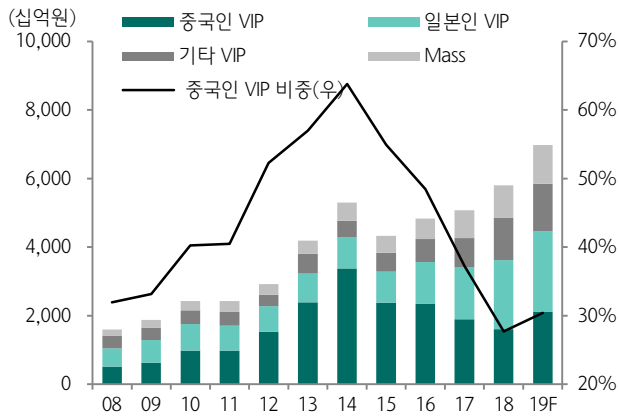
주: 3Q18은 데이터 없어 누락

그림 6. 파라다이스 시티의 분기별 호텔 점유율 추이



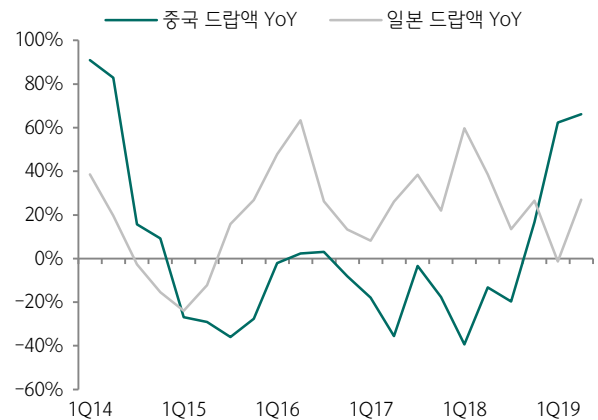
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 7. 국적별 드랍액 추이 - '19년 중국인 VIP 비중 30% 전망



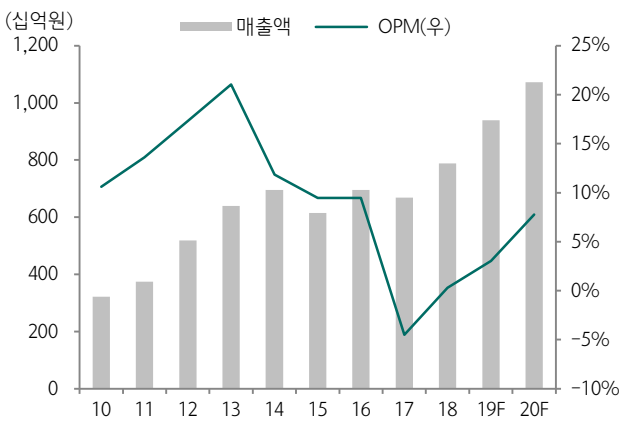
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 8. 국적별 드랍액 분기별 YoY



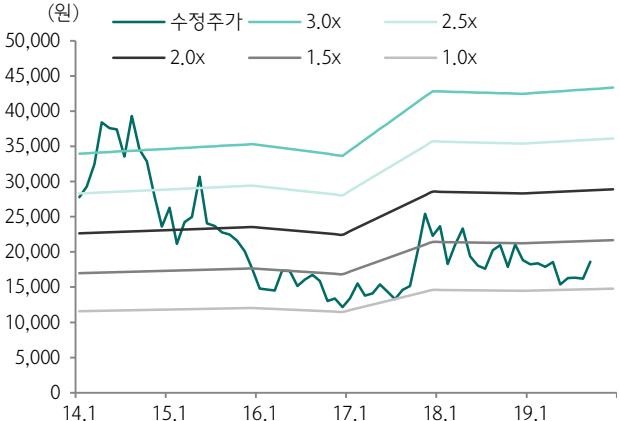
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 9. 매출액 및 OPM 추이



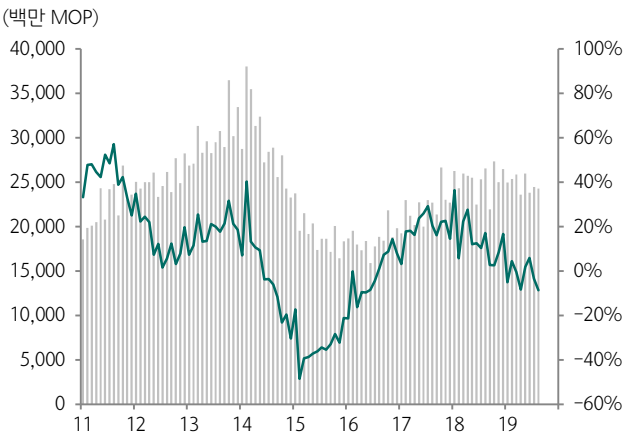
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 10. 파라다이스 12MF P/B 밴드 차트



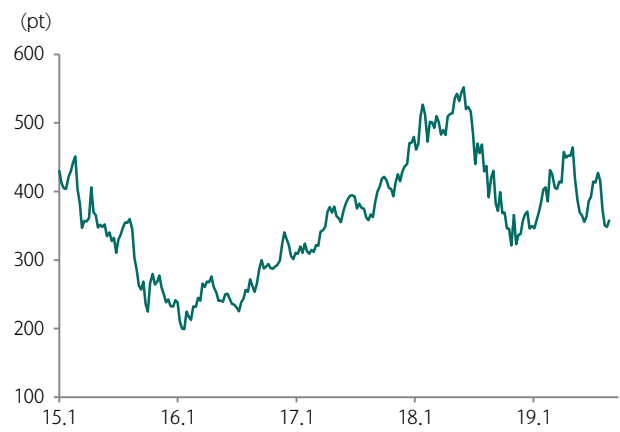
자료: 하나금융투자

그림 11. 마카오 GGR - 8월 YoY -9%



자료: DIC, 하나금융투자

그림 12. 마카오 카지노 index - YTD 8% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 파라다이스 월별 드랍액 추이

(단위: 십억원, %)

	18.8	18.9	18.10	18.11	18.12	19.1	19.2	19.3	19.4	19.5	19.6	19.7	19.8
파라다이스 전체	501	489	563	520	523	558	522	541	622	609	615	557	623
VIP	423	407	475	423	431	470	444	452	535	509	513	462	522
China	132	145	224	151	167	187	185	155	211	168	184	157	162
Japan	187	171	153	163	158	167	159	179	208	228	202	188	238
Others(Local)	104	92	99	109	106	116	101	117	115	113	127	117	121
Mass	78	82	88	97	92	88	78	89	88	100	103	95	101
홀드올	9.5	9.8	11.9	9.0	9.8	9.3	9.8	8.7	8.6	9.5	11.0	12.7	10.6
워크힐	209	190	230	194	218	232	223	235	263	219	247	230	221
VIP	172	150	187	152	175	190	186	194	224	177	202	192	183
China	45	45	85	54	68	82	82	75	105	49	65	65	46
Japan	68	61	55	49	56	56	51	63	66	75	70	67	85
Others(Local)	59	43	47	49	51	52	54	56	53	54	67	61	52
Mass	37	40	43	43	43	42	37	41	39	42	45	38	38
제주그랜드	18	24	30	22	16	28	26	20	34	35	50	33	40
VIP	15	20	26	18	12	24	21	14	28	28	42	26	33
China	9	15	20	11	6	16	15	10	21	19	30	19	23
Japan	5	3	4	4	2	4	4	3	6	6	10	4	8
Others(Local)	1	2	3	2	4	4	2	1	2	2	3	3	3
Mass	3	4	4	4	5	4	5	6	6	7	7	7	7
인천	199	204	220	245	222	229	202	217	248	279	250	235	282
VIP	171	178	190	206	189	197	174	187	216	240	212	196	237
China	47	56	79	62	63	61	55	48	59	77	69	54	58
Japan	87	79	68	92	81	84	80	88	104	114	94	94	118
Others(Local)	37	42	43	52	45	53	39	51	53	50	50	48	60
Mass	28	27	30	39	34	32	28	31	33	39	38	39	45
부산	75	71	83	59	67	68	71	69	77	75	68	59	80
VIP	65	60	72	48	56	59	62	57	66	64	56	48	69
China	32	28	40	23	31	27	33	23	27	24	21	20	35
Japan	27	27	25	18	19	24	23	25	32	33	27	23	27
Others(Local)	6	4	6	6	7	8	6	8	7	7	7	5	6
Mass	10	11	11	12	11	9	9	12	10	11	12	11	11
Growth (YoY, %)													
파라다이스 전체	6	6	15	20	24	27	25	8	35	28	37	21	24
VIP	5	5	15	18	29	32	26	4	37	28	36	20	23
China	(21)	(9)	10	(1)	53	62	75	36	81	63	55	26	23
Japan	21	16	28	26	26	16	3	(16)	25	23	35	15	27
Others(Local)	30	11	10	42	5	19	7	11	7	3	16	22	17
Mass	12	13	14	34	8	7	19	28	24	31	43	24	30
워크힐	9	(7)	12	9	7	4	16	(6)	37	3	31	28	6
VIP	13	(10)	15	9	10	5	19	(8)	42	1	33	34	6
China	0	(19)	31	4	9	35	59	56	142	19	48	59	3
Japan	9	1	21	10	19	(13)	(7)	(44)	21	(4)	32	23	24
Others(Local)	33	(13)	(11)	14	2	(6)	6	9	(11)	(6)	22	25	(12)
Mass	(6)	4	1	11	(5)	(3)	1	9	15	12	24	4	3
제주그랜드	(69)	(10)	(0)	(23)	65	120	58	55	112	136	193	30	118
VIP	(73)	(17)	(5)	(31)	56	126	56	32	118	127	216	25	121
China	(82)	(24)	(18)	(37)	4	192	110	66	204	97	263	48	163
Japan	(11)	(11)	21	(39)	57	(14)	10	(10)	8	306	137	(7)	61
Others(Local)	(28)	79	554	121	514	561	(19)	(2)	143	131	167	(12)	75
Mass	29	54	51	51	94	91	69	175	86	176	105	51	103
인천	57	47	41	73	40	55	29	22	42	62	35	25	42
VIP	58	51	42	73	46	64	27	19	43	65	31	21	38
China	55	62	44	102	114	87	64	21	75	131	42	22	24
Japan	63	38	39	55	43	65	16	24	35	68	41	16	36
Others(Local)	50	66	43	80	4	43	13	10	32	12	5	31	61
Mass	48	26	34	73	13	18	46	45	35	48	61	49	64
부산	(21)	(23)	(15)	(30)	41	26	33	9	(4)	1	17	(12)	7
VIP	(25)	(27)	(18)	(37)	42	30	35	4	(5)	(1)	12	(17)	6
China	(28)	(43)	(32)	(55)	164	65	147	8	(19)	21	12	(27)	10
Japan	(20)	6	18	(6)	(7)	(2)	(13)	(7)	8	(14)	8	(1)	2
Others(Local)	(31)	(37)	(12)	55	(13)	74	1	40	5	3	27	(28)	8
Mass	15	10	15	25	36	3	19	37	8	18	49	13	13

자료: 파라다이스, 하나금융투자

## 주정 재무제표

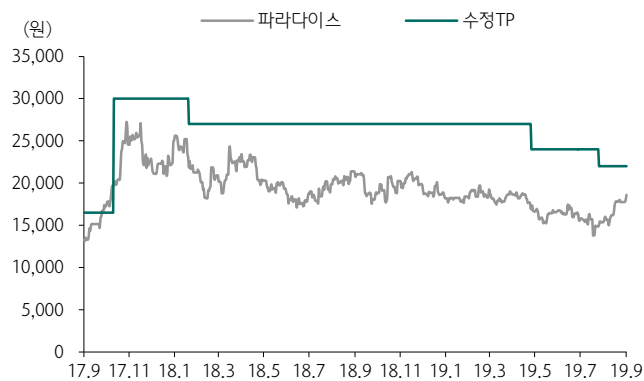
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	668.0	787.6	938.7	1,072.4	1,167.5
매출원가	597.7	709.0	818.4	890.9	948.2
매출총이익	70.3	78.6	120.3	181.5	219.3
판관비	100.3	76.2	91.8	98.1	103.8
영업이익	(30.0)	2.4	28.4	83.3	115.4
금융손익	(19.0)	(29.1)	(44.7)	(43.9)	(42.8)
중속/관계기업손익	(0.0)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	(15.1)	3.3	4.0	4.9
세전이익	(33.5)	(42.9)	(13.0)	43.5	77.4
법인세	6.3	1.3	3.9	6.5	11.6
계속사업이익	(39.9)	(44.1)	(16.9)	37.0	65.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(39.9)	(44.1)	(16.9)	37.0	65.8
비지배주주지분 순이익	(20.9)	(23.1)	(14.4)	1.8	6.6
지배주주순이익	(19.0)	(21.0)	(2.5)	35.1	59.2
지배주주지분포괄이익	(24.3)	286.5	(16.3)	35.7	63.6
NOPAT	(35.6)	2.5	37.0	70.8	98.1
EBITDA	30.2	74.5	96.5	160.3	201.1
성장성(%)					
매출액증가율	(3.9)	17.9	19.2	14.2	8.9
NOPAT증가율	적전	흑전	1,380.0	91.4	38.6
EBITDA증가율	(69.2)	146.7	29.5	66.1	25.5
영업이익증가율	적전	흑전	1,083.3	193.3	38.5
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	적지	흑전	68.7
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	68.7
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	10.0	12.8	16.9	18.8
EBITDA이익률	4.5	9.5	10.3	14.9	17.2
영업이익률	(4.5)	0.3	3.0	7.8	9.9
계속사업이익률	(6.0)	(5.6)	(1.8)	3.5	5.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(208)	(231)	(28)	386	651
BPS	11,220	14,277	14,155	14,448	14,912
CFPS	696	1,142	605	1,314	1,786
EBITDAPS	332	819	1,061	1,763	2,211
SPS	7,346	8,661	10,322	11,792	12,837
DPS	100	100	100	200	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	48.2	28.6
PBR	2.0	1.3	1.3	1.3	1.2
PCR	32.0	16.5	30.7	14.2	10.4
EV/EBITDA	96.1	37.7	27.4	15.4	11.3
PSR	3.0	2.2	1.8	1.6	1.4
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(1.9)	(0.2)	2.8	4.5
ROA	(0.8)	(0.8)	(0.1)	1.1	1.8
ROIC	(2.2)	0.1	1.6	3.3	4.9
부채비율	88.3	93.8	100.1	103.8	104.5
순부채비율	44.4	45.4	38.1	26.4	14.5
이자보상배율(배)	(1.2)	0.1	0.0	76.8	86.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	344.7	327.5	445.1	635.3	830.1
금융자산	300.1	269.4	375.8	556.1	743.9
현금성자산	172.0	207.1	303.6	475.2	656.7
매출채권 등	18.7	27.5	32.7	37.4	40.7
재고자산	5.4	6.6	7.9	9.1	9.9
기타유동자산	20.5	24.0	28.7	32.7	35.6
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,758.5	2,684.4	2,600.8
투자자산	33.3	23.4	26.7	29.6	31.7
금융자산	33.3	17.2	20.6	23.5	25.6
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	261.0
자산총계	2,435.3	3,150.8	3,203.6	3,319.8	3,431.0
유동부채	252.6	421.8	460.8	513.9	551.6
금융부채	52.0	108.7	87.8	87.8	87.8
매입채무 등	191.2	299.7	357.2	408.1	444.3
기타유동부채	9.4	13.4	15.8	18.0	19.5
비유동부채	889.4	1,102.9	1,142.1	1,176.8	1,201.4
금융부채	822.0	898.6	898.6	898.6	898.6
기타비유동부채	67.4	204.3	243.5	278.2	302.8
부채총계	1,142.0	1,524.7	1,602.9	1,690.7	1,753.1
지배주주지분	994.2	1,272.2	1,261.2	1,287.8	1,330.0
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	632.1	658.7	700.9
비지배주주지분	299.1	353.9	339.5	341.3	347.9
자본총계	1,293.3	1,626.1	1,600.7	1,629.1	1,677.9
순금융부채	573.8	737.9	610.6	430.2	242.5
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4.0	106.4	139.1	190.9	206.3
당기순이익	(39.9)	(44.1)	(16.9)	37.0	65.8
조정	71.0	122.7	68.0	76.0	85.1
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)	(1.0)	(0.6)
영업활동 자산부채 변동	(27.1)	27.8	88.0	77.9	55.4
투자활동 현금흐름	(207.5)	(223.7)	(13.2)	(9.7)	(6.4)
투자자산감소(증가)	10.2	11.0	(3.3)	(2.9)	(2.1)
유형자산감소(증가)	(339.5)	(270.5)	0.0	0.0	0.0
기타	121.8	35.8	(9.9)	(6.8)	(4.3)
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	96.5	171.6	181.5
Unlevered CFO	63.3	103.9	55.0	119.5	162.4
Free Cash Flow	(353.3)	(164.6)	139.1	190.9	206.3

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 파라다이스



날짜	투자 의견	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 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	89.1%	10.2%	0.6%	99.9%

\* 기준일: 2019년 9월 20일

## 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 09월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 09월 20일 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.