



하나금융그룹

2019년 12월 4일 | Equity Research

파라다이스 (034230)

11월 매출액은 673억원(+32% YoY)

비 마카오 복합리조트들의 성장 추세는 지속

최근 마카오 정부에서 발표한 2020년 마카오 카지노 매출은 2019년 대비 '플랫'이다. VIP는 역 성장, Mass는 고 성장 지속이라는 트렌드가 유지될 가능성이 높아 파라다이스의 지속적인 수혜가 예상된다. 일본 복합리조트 역시 빠르면 2020년에 업체가 선정될 것이고, 유일한 일본 업체인 세가사미의 영향으로 파라다이스의 일본 VIP는 꾸준히 성장할 가능성이 높다. 기타 VIP 역시 중국 인바운드 회복과 궤를 같이 한다고 가정할 때 2020년 상반기 내 중국/일본/기타 VIP 매출액의 둔화를 생각하기가 쉽지 않다. 4분기 및 2020년 컨센서스 상향 가능성이 여전히 높은 만큼 지속적인 비중 확대가 유효하다.

11월 매출액은 673억원(+32% YoY)

11월 드랍액은 5,114억원(-2%)으로 중국/일본/기타 VIP가 각각 -9%/+6%/-2% 변동하였다. 드랍액이 부진했지만, 이는 작년 4분기에 진행된 프로모션의 역 기저효과이다. 오히려 홀드율은 12.4%로 3.4%p(YoY) 개선되면서 매출액은 32% 성장했다. 2017~2018년 연간 홀드율이 각각 10.1%/10.2%임을 감안하면 최근의 홀드율을 1회성 운이라고 우려할 수도 있다. 다만, 11월 누적으로 보면 홀드율은 10.8%로 2015~2016년의 11.3~11.8%에도 못 미친다. 1회 성 요인으로 판단할 사항이 아니다. 씨티의 매출액은 310억 원(+29%)으로 드랍액이 -12% 감소하였음에도 홀드율이 4.6%p(YoY) 개선된 13.6%를 기록하면서 성장했다. 10~11월 합산 매출액은 678억원으로, 12월 320억원 내외의 매출만 기록한다면 당사의 예상치에 부합하는 수준이다.

드랍액 역 성장에도 컨센서스는 상향 가능성이 높다

드랍액의 역 성장으로 우려가 있을 수 있으나 당사 예상치와 거의 부합하거나 소폭 상회하는 수준이다. 11월 합산 매출액은 1,478억원으로 12월 매출액이 비수기인 11월(673억원) 수준만 유지되도 컨센서스는 상향된다. 즉, 복합리조트 내 비 카지노 부문의 성장(호텔/엔터 등)까지 감안하면 4분기도 긍정적 관점에서 실적을 기대해 볼 수 있을 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 25,000원 | CP(12월 3일): 18,600원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	629.58		
52주 최고/최저(원)	21,300/13,800	970.1	1,090.8
시가총액(십억원)	1,691.5	57.2	115.4
시가총액비중(%)	0.75	25.0	62.8
발행주식수(천주)	90,942.7		
60일 평균 거래량(천주)	527.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0		
19년 배당금(예상,원)	100		
19년 배당수익률(예상,%)	0.54		
외국인지분율(%)	6.95		
주요주주 지분율(%)			
파라다이스글로벌 외 11인	46.57		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.0 22.0 (11.6)		
상대	5.2 35.1 (0.4)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	668.0	787.6	966.7	1,093.1	1,176.0
영업이익	십억원	(30.0)	2.4	53.1	106.6	138.5
세전이익	십억원	(33.5)	(42.9)	25.2	62.9	96.0
순이익	십억원	(19.0)	(21.0)	21.2	50.8	73.4
EPS	원	(208)	(231)	233	559	807
증감률	%	적전	적지	흑전	139.9	44.4
PER	배	N/A	N/A	79.89	33.28	23.04
PBR	배	1.99	1.32	1.29	1.25	1.20
EV/EBITDA	배	96.07	37.66	21.48	13.14	9.92
ROE	%	(1.86)	(1.86)	1.66	3.89	5.42
BPS	원	11,220	14,277	14,416	14,881	15,501
DPS	원	100	100	100	200	300



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

표 1. 파라다이스 세가사미 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
매출	23	40	67	71	65	64	84	88	91	106	135
카지노	23	35	56	62	56	53	68	72	75	86	108
호텔	0	5	11	10	10	11	16	13	13	15	21
엔터							2		3	4	6
매출원가	20	36	54	67	58	59	73	96	89	93	97
카지노	19	24	34	42	36	37	41	48	45	49	52
호텔	3	12	20	24	22	22	26	30	27	30	30
엔터							6	19	17	15	15
매출총이익	3	4	13	4	7	6	11	(9)	2	12	38
GPM(%)	12%	11%	20%	6%	11%	9%	14%	-10%	2%	12%	28%
영업이익	(13)	(18)	1	(3)	1	(2)	1	(22)	(7)	(5)	24
OPM	-56%	-45%	1%	-4%	1%	-4%	2%	-26%	-8%	-5%	18%
EBITDA	(11)	(11)	9	7	10	6	12	2	8	11	41

자료: 하나금융투자

표 2. 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F
드랍액	5,804	6,777	7,371	1,360	1,386	1,451	1,606	1,621	1,847	1,709	1,601
홀드율	10.2%	10.8%	11.4%	10.1%	9.9%	10.6%	10.3%	9.3%	9.7%	12.0%	12.4%
매출액	788	967	1,093	180	181	210	217	202	234	274	257
카지노	387	401	428	93	93	97	104	87	104	108	103
호텔	81	87	92	17	19	23	21	20	20	25	22
기타	18	20	21	4	4	6	4	5	4	6	5
복합리조트	301	458	552	65	64	84	87	91	106	135	127
영업이익	2	53	107	5	(0)	11	(13)	(6)	5	41	14
OPM	0%	5%	10%	3%	0%	5%	-6%	-3%	2%	15%	5%
당기순이익	(44)	15	53	1	(5)	5	(47)	(14)	(7)	42	(6)
지배주주순이익	(21)	21	51	3	(2)	5	(17)	(8)	(2)	34	(3)

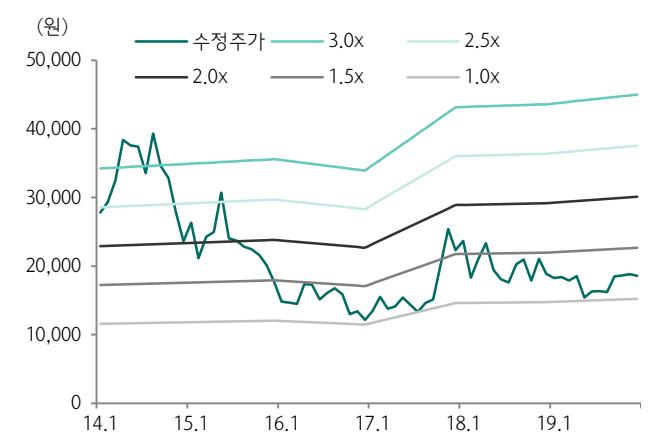
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 1. 연간(19년은 11월 누적) 홀드율 추이



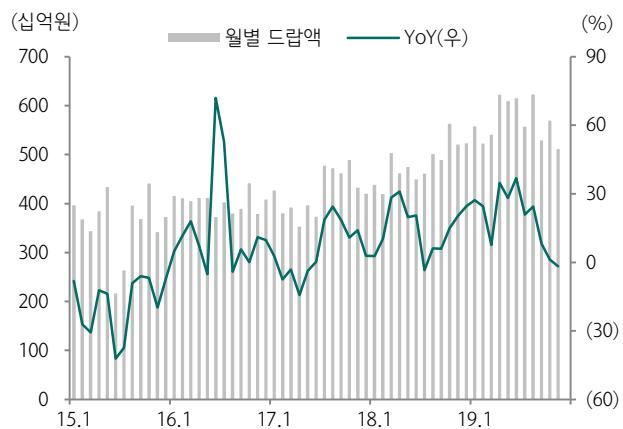
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 2. 12MF P/B 밴드차트



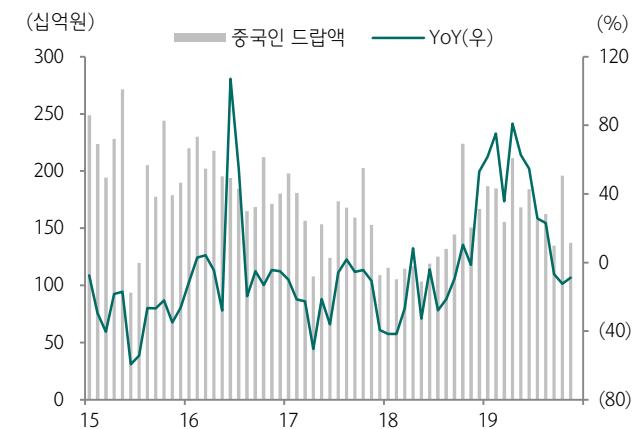
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 3. 월별 드랍액 추이 – 11월 5,114억원(YoY -2%)



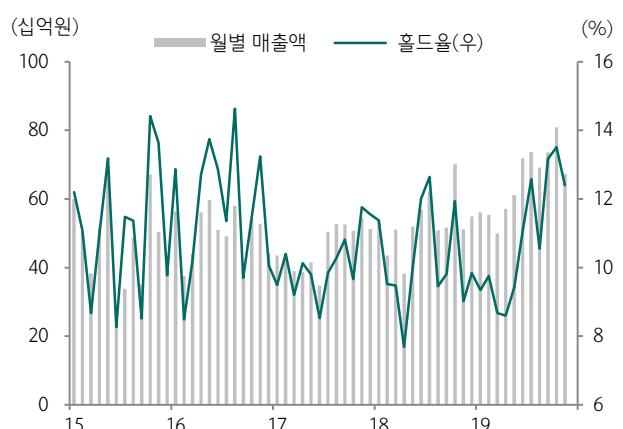
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 4. 월별 중국인 드랍액 추이 – 11월 1,372억원(YoY -9%)



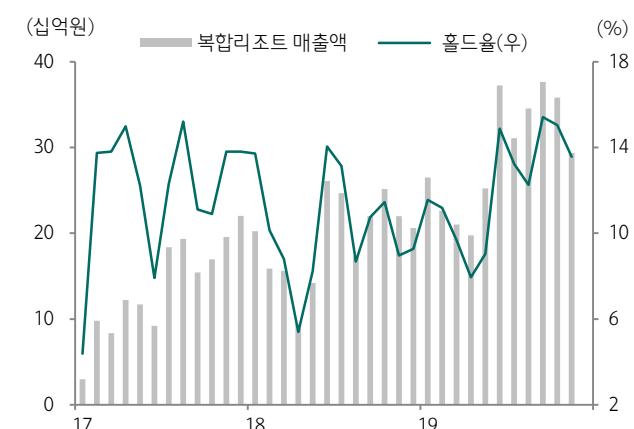
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 5. 월별 매출액 및 홀드율 – 11월 673억원, 홀드율 12.4%



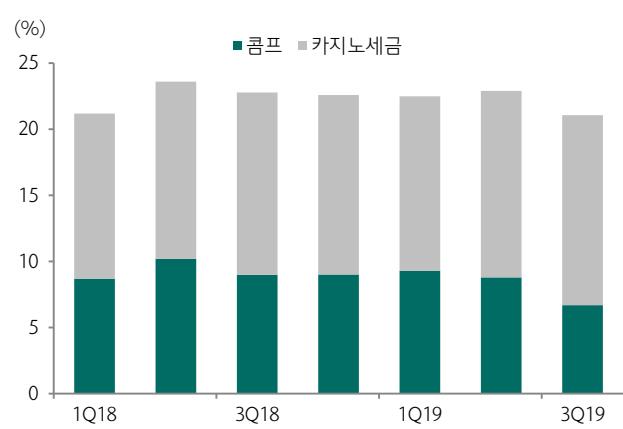
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 6. 복합리조트 실적 추이 – 11월 310억원, 홀드율 13.6%



자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 7. 세가사마의 카지노 순매출 대비 고정비 비율



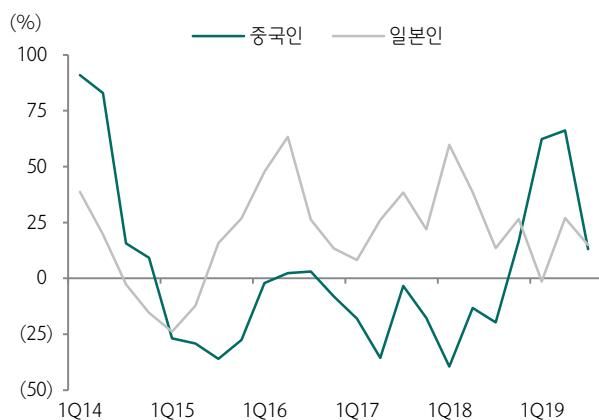
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 8. 파라다이스 씨티의 분기별 호텔 점유율 추이



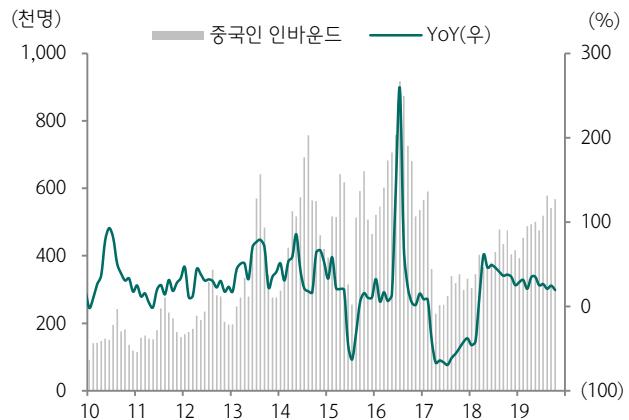
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 9. 국적별 VIP 드랍액 전년 대비 증감율



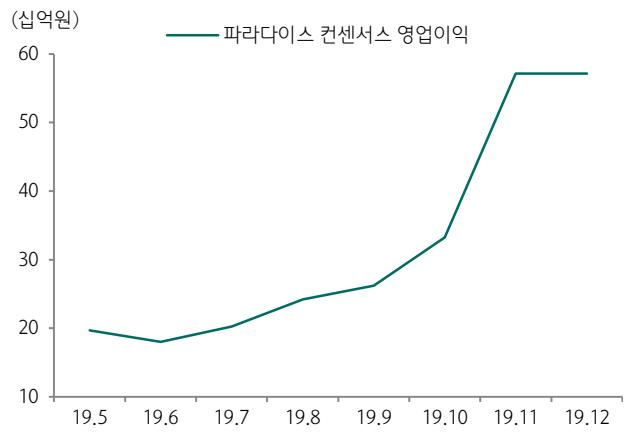
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 10. 중국인 인바운드 추이



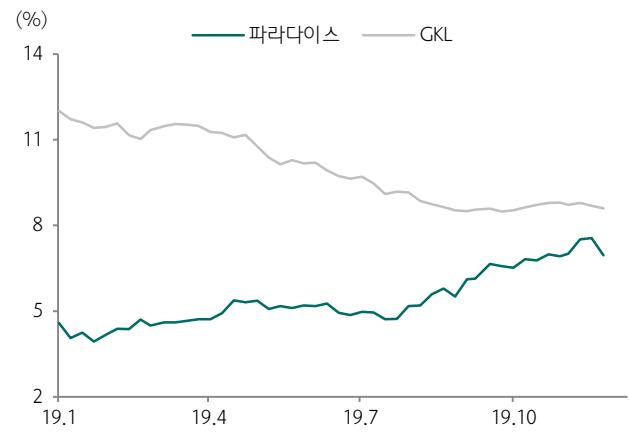
자료: 한국관광통계, 하나금융투자

그림 11. 파라다이스 컨센서스 영업이익 추이



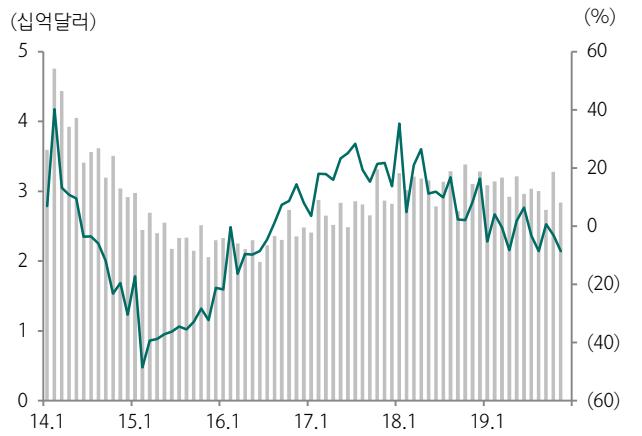
자료: Quantivwise, 하나금융투자

그림 12. 파라다이스, GKL의 외국인 지분율 추이



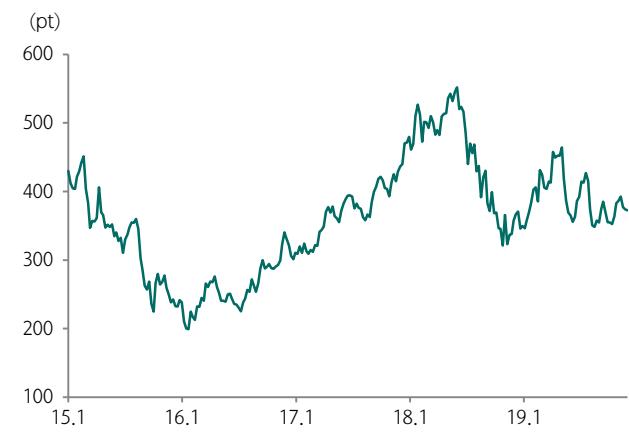
자료: Quantivwise, 하나금융투자

그림 13. 마카오 GGR – 11월 YoY -9%



자료: DICJ, 하나금융투자

그림 14. 마카오 카지노 index – YTD 7% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 파라다이스 월별 드래프 추이

(단위: 십억원, %)

	18.11	18.12	19.1	19.2	19.3	19.4	19.5	19.6	19.7	19.8	19.9	19.10	19.11
파라다이스 전체	520	523	558	522	541	622	609	615	557	623	529	569	511
VIP	423	431	470	444	452	535	509	513	462	522	429	472	417
China	151	167	187	185	155	211	168	184	157	162	135	196	137
Japan	163	158	167	159	179	208	228	202	188	238	173	157	172
Others(Local)	109	106	116	101	117	115	113	127	117	121	121	119	107
Mass	97	92	88	78	89	88	100	103	95	101	100	97	94
홀드율	9.0	9.8	9.3	9.8	8.7	8.6	9.4	11.1	12.6	10.6	13.2	13.5	12.4
워커힐	194	218	232	223	235	263	219	247	230	221	205	216	187
VIP	152	175	190	186	194	224	177	202	192	183	165	176	149
China	54	68	82	82	75	105	49	65	65	46	46	64	38
Japan	49	56	56	51	63	66	75	70	67	85	58	57	55
Others(Local)	49	51	52	54	56	53	54	67	61	52	61	55	56
Mass	43	43	42	37	41	39	42	45	38	38	40	40	38
제주그랜드	22	16	28	26	20	34	35	50	33	40	27	39	30
VIP	18	12	24	21	14	28	28	42	26	33	19	31	22
China	11	6	16	15	10	21	19	30	19	23	10	23	13
Japan	4	2	4	4	3	6	6	10	4	8	6	6	4
Others(Local)	2	4	4	2	1	2	2	3	3	3	3	2	4
Mass	4	5	4	5	6	6	7	7	7	7	8	8	8
인천	245	222	229	202	217	248	279	250	235	282	244	238	216
VIP	206	189	197	174	187	216	240	212	196	237	202	199	177
China	62	63	61	55	48	59	77	69	54	58	63	71	50
Japan	92	81	84	80	88	104	114	94	94	118	87	74	88
Others(Local)	52	45	53	39	51	53	50	50	48	60	53	54	39
Mass	39	34	32	28	31	33	39	38	39	45	42	39	40
부산	59	67	68	71	69	77	75	68	59	80	53	76	78
VIP	48	56	59	62	57	66	64	56	48	69	44	66	69
China	23	31	27	33	23	27	24	21	20	35	16	37	36
Japan	18	19	24	23	25	32	33	27	23	27	23	21	25
Others(Local)	6	7	8	6	8	7	7	7	5	6	5	8	9
Mass	12	11	9	9	12	10	11	12	11	11	9	10	9
Growth (YoY, %)													
파라다이스 전체	20	24	27	25	8	35	28	37	21	24	8	1	(2)
VIP	18	29	32	26	4	37	28	36	20	23	5	(1)	(1)
China	(1)	53	62	75	36	81	63	55	26	23	(7)	(12)	(9)
Japan	26	26	16	3	(16)	25	23	35	15	27	2	3	5
Others(Local)	42	5	19	7	11	7	3	16	22	17	32	21	(2)
Mass	34	8	7	19	28	24	31	43	24	30	22	11	(3)
워커힐	9	7	4	16	(6)	37	3	31	28	6	8	(6)	(4)
VIP	9	10	5	19	(8)	42	1	33	34	6	10	(6)	(1)
China	4	9	35	59	56	142	19	48	59	3	1	(24)	(29)
Japan	10	19	(13)	(7)	(44)	21	(4)	32	23	24	(5)	3	13
Others(Local)	14	2	(6)	6	9	(11)	(6)	22	25	(12)	40	17	15
Mass	11	(5)	(3)	1	9	15	12	24	4	3	1	(6)	(12)
제주그랜드	(23)	65	120	58	55	112	136	193	30	118	13	30	36
VIP	(31)	56	126	56	32	118	127	216	25	121	(5)	20	23
China	(37)	4	192	110	66	204	97	263	48	163	(29)	17	17
Japan	(39)	57	(14)	10	(10)	8	306	137	(7)	61	96	66	5
Others(Local)	121	514	561	(19)	(2)	143	131	167	(12)	75	21	(22)	85
Mass	51	94	91	69	175	86	176	105	51	103	99	93	95
인천	73	40	55	29	22	42	62	35	25	42	19	8	(12)
VIP	73	46	64	27	19	43	65	31	21	38	14	5	(14)
China	102	114	87	64	21	75	131	42	22	24	11	(9)	(20)
Japan	55	43	65	16	24	35	68	41	16	36	10	8	(4)
Others(Local)	80	4	43	13	10	32	12	5	31	61	25	26	(26)
Mass	73	13	18	46	45	35	48	61	49	64	56	31	2
부산	(30)	41	26	33	9	(4)	1	17	(12)	7	(25)	(8)	33
VIP	(37)	42	30	35	4	(5)	(1)	12	(17)	6	(27)	(8)	45
China	(55)	164	65	147	8	(19)	21	12	(27)	10	(44)	(7)	52
Japan	(6)	(7)	(2)	(13)	(7)	8	(14)	8	(1)	2	(16)	(18)	36
Others(Local)	55	(13)	74	1	40	5	3	27	(28)	8	19	31	43
Mass	25	36	3	19	37	8	18	49	13	13	(16)	(10)	(18)

자료: 파라다이스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	668.0	787.6	966.7	1,093.1	1,176.0
매출원가	597.7	709.0	821.0	896.3	940.6
매출총이익	70.3	78.6	145.7	196.8	235.4
판관비	100.3	76.2	92.6	90.2	96.8
영업이익	(30.0)	2.4	53.1	106.6	138.5
금융순익	(19.0)	(29.1)	(47.1)	(46.7)	(46.3)
종속/관계기업순익	(0.0)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	15.4	(15.1)	19.2	3.0	3.7
세전이익	(33.5)	(42.9)	25.2	62.9	96.0
법인세	6.3	1.3	10.1	9.4	14.4
계속사업이익	(39.9)	(44.1)	15.1	53.5	81.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(39.9)	(44.1)	15.1	53.5	81.6
비지배주주지분 순이익	(20.9)	(23.1)	(6.0)	2.7	8.2
지배주주순이익	(19.0)	(21.0)	21.2	50.8	73.4
지배주주지분포괄이익	(24.3)	286.5	14.6	51.7	78.9
NOPAT	(35.6)	2.5	31.9	90.6	117.8
EBITDA	30.2	74.5	121.2	183.6	224.2
성장성(%)					
매출액증가율	(3.9)	17.9	22.7	13.1	7.6
NOPAT증가율	적전	흑전	1,176.0	184.0	30.0
EBITDA증가율	(69.2)	146.7	62.7	51.5	22.1
영업이익증가율	적전	흑전	2,112.5	100.8	29.9
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	139.6	44.5
EPS증가율	적전	적지	흑전	139.9	44.4
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	10.0	15.1	18.0	20.0
EBITDA이익률	4.5	9.5	12.5	16.8	19.1
영업이익률	(4.5)	0.3	5.5	9.8	11.8
계속사업이익률	(6.0)	(5.6)	1.6	4.9	6.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(208)	(231)	233	559	807
BPS	11,220	14,277	14,416	14,881	15,501
CFPS	696	1,142	1,025	1,528	1,990
EBITDAPS	332	819	1,332	2,019	2,465
SPS	7,346	8,661	10,630	12,020	12,931
DPS	100	100	100	200	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	79.9	33.3	23.0
PBR	2.0	1.3	1.3	1.2	1.2
PCFR	32.0	16.5	18.1	12.2	9.3
EV/EBITDA	96.1	37.7	21.5	13.1	9.9
PSR	3.0	2.2	1.7	1.5	1.4
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(1.9)	1.7	3.9	5.4
ROA	(0.8)	(0.8)	0.7	1.5	2.1
ROIC	(2.2)	0.1	1.4	4.3	5.9
부채비율	88.3	93.8	99.3	101.6	100.9
순부채비율	44.4	45.4	34.5	22.1	10.0
이자보상배율(배)	(1.2)	0.1	0.0	98.3	103.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

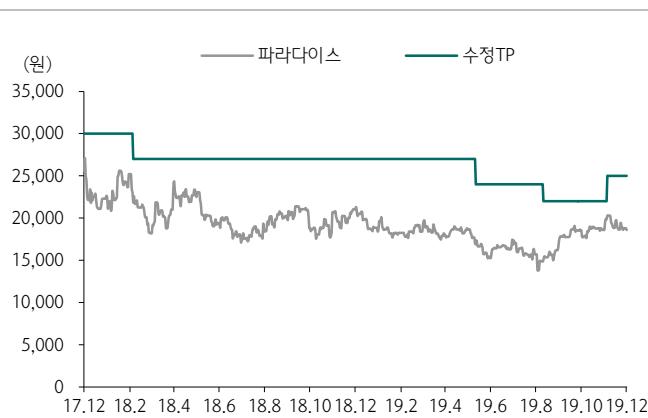
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	344.7	327.5	494.9	697.1	899.9
금융자산	300.1	269.4	423.5	616.3	813.0
현금성자산	172.0	207.1	349.5	534.0	725.3
매출채권 등	18.7	27.5	33.7	38.1	41.0
재고자산	5.4	6.6	8.2	9.2	9.9
기타유동자산	20.5	24.0	29.5	33.5	36.0
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,759.1	2,684.9	2,601.0
투자자산	33.3	23.4	27.3	30.1	31.9
금융자산	33.3	17.2	21.2	23.9	25.8
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	3,254.0	3,382.0	3,500.9
유동부채	252.6	421.8	472.0	522.1	555.0
금융부채	52.0	108.7	87.8	87.8	87.8
매입채무 등	191.2	299.7	367.9	416.0	447.5
기타유동부채	9.4	13.4	16.3	18.3	19.7
비유동부채	889.4	1,102.9	1,149.4	1,182.2	1,203.6
금융부채	822.0	898.6	898.6	898.6	898.6
기타비유동부채	67.4	204.3	250.8	283.6	305.0
부채총계	1,142.0	1,524.7	1,621.3	1,704.3	1,758.7
지배주주지분	994.2	1,272.2	1,284.9	1,327.2	1,383.6
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	655.8	698.1	754.5
비지배주주지분	299.1	353.9	347.8	350.5	358.6
자본총계	1,293.3	1,626.1	1,632.7	1,677.7	1,742.2
순금융부채	573.8	737.9	562.9	370.0	173.4

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4.0	106.4	187.5	203.2	214.9
당기순이익	(39.9)	(44.1)	15.1	53.5	81.6
조정	71.0	122.7	68.1	76.1	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	0.0	(0.9)	(0.6)
영업활동 자산부채 변동	(27.1)	27.8	104.3	73.6	48.2
투자활동 현금흐름	(207.5)	(223.7)	(15.7)	(9.1)	(5.3)
투자자산감소(증가)	10.2	11.0	(3.9)	(2.8)	(1.8)
유형자산감소(증가)	(339.5)	(270.5)	0.0	0.0	0.0
기타	121.8	35.8	(11.8)	(6.3)	(3.5)
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	142.4	184.5	191.2
Unlevered CFO	63.3	103.9	93.2	139.0	181.0
Free Cash Flow	(353.3)	(164.6)	187.5	203.2	214.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

파라다이스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.11.8	BUY	25,000		
19.8.14	BUY	22,000	-18.89%	-9.55%
19.5.15	BUY	24,000	-33.03%	-27.29%
18.2.8	BUY	27,000	-27.67%	-9.81%
17.12.6	BUY	30,000	-23.25%	-14.67%
17.10.20	Neutral	16,500	39.51%	65.15%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 12월 04일 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.