

2021. 2. 26



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 정은수

02. 6454-4887

esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 22,000 원

현재주가 (2.25) 17,550 원

상승여력 25.4%

KOSDAQ 936.21pt

시가총액 15,960억원

발행주식수 9,094만주

유동주식비율 47.67%

외국인비중 7.45%

52주 최고/최저가 17,700원/9,790원

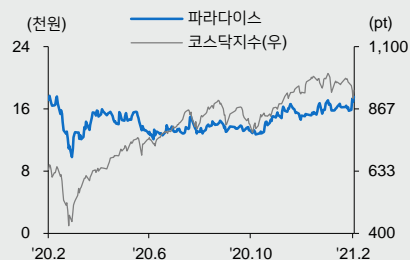
평균거래대금 193.0억원

주요주주(%)

파라다이스글로벌 외 9 인 46.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.6	29.5	-0.8
상대주가	9.5	15.7	-30.4

주가그래프



파라다이스 034230

백신 접종 효과 + EBITDA 흑자 전환 = 투자 매력도 상승기

- ✓ 4분기 일회성 비용에도 불구하고 구조조정 효과로 적자폭 QoQ 100억원 감소
- ✓ 하반기 구조조정 효과로 월 200억원 매출로도 EBITDA 흑자 구조 완성
- ✓ 중국인 마카오 자가격리 해제, 태국의 백신 접종자에 대한 자가격리 면제 등 코로나 피해자들의 회복이 가시권에 진입. 탄탄한 매력도 상승
- ✓ 다운 사이징으로 바텀업 매력도 높아져 투자 매력도 높아진 시기. Buy 의견 유지

구조조정 효과가 본격적으로 발휘된 4분기

파라다이스의 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,046억원(-61.2% YoY)과 -156억원(적전 YoY)로 당사 추정치(-250억원) 대비 선방한 실적을 기록했다. 12월 luck-factor 효과로 4분기 카지노 매출(750억원)은 이전 대비 높은 수준이 예고된 바 있으나 희망퇴직 관련 비용이 이를 상쇄할 것으로 예상했다. 그러나 구조조정 효과가 예상 대비 컸다. 기타손실로 605억원이 발생했는데 부산카지노 영업권 등 보유 자산의 평가손실 성격으로 현금 유출 등 비용이 발생하는 요소는 아니다.

백신 접종 효과 발휘+EBITDA 흑자 전환=투자 매력도 상승기

코로나로 외국인 출입이 불가능한 현재 국내 거주 외국인이 동사 고객의 전부다. 서울 및 인천을 비롯한 수도권 카지노 매출 방어 효과가 부산 등 지역 대비 높은 이유다. 2020년 하반기 본사와 P-city 인력 구조조정을 통해 코로나가 한창인 현재 월 200억원(vs. 1월 270억원)의 카지노 매출만으로도 1분기부터 EBITDA 흑자 전환이 가능한 구조를 만들었다.

동사에 대한 Buy 투자의견을 유지하며 적정주가를 기존 2만원에서 2만2천원으로 10% 상향한다. 가치합산 방식은 그대로 유지하나 1) 대장기간을 기존 2021년에서 2H21-1H22로 변경했고, 2) 전세기 카지노 산업이 회복기로 적용 배수가 올라간 점을 감안했다(표2 참조). 23일부터 중국인의 마카오 입국 시 자가격리 조항이 해제되었고 태국은 백신 접종자에 대한 자가격리를 면제하는 등 코로나 피해자들의 투자매력도가 높아지는 시점이다. 복합리조트는 높은 비용구조를 가지고 있어 투자를 저해하는 요소로 작용한 바 있으나 변화된 구조로 바텀업 매력도 높아졌다. 동사에 대한 투자 매력도가 높아진 시기다. Buy 투자의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	787.6	2.4	-21.1	-231	10.8	13,989	-81.5	1.3	37.7	-1.9	93.8
2019	979.4	51.9	15.1	166	-115.2	13,924	118.9	1.4	18.8	1.2	116.3
2020E	454.4	-86.3	-109.9	-1,208	-2,459.3	12,785	-12.7	1.2	94.9	-9.0	117.3
2021E	522.8	-15.0	-2.8	-31	-85.5	12,562	-575.4	1.4	20.0	-0.2	113.6
2022E	882.1	87.1	25.4	279	-378.1	12,826	62.8	1.4	9.5	2.2	113.5

표1 파라다이스 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	104.6	269.5	-61.2	90.6	15.5	99.0	5.6	110.4	-5.3
영업이익	-15.6	12.4	적전	-31.1	적지	-28.6	n/a	-25.0	n/a
세전이익	-86.8	-14.4	적지	-32.0	적지	-44.9	n/a	-35.6	n/a
지배순이익	-59.2	-9.5	적지	-16.3	적지	-29.0	n/a	-24.5	n/a

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표2 가치합산 방식에 기반한 적정주가 산정

(십억원)	EBITDA	적용배수 (배)	적정가치	비고
별도	54.2	16.8	960.8	마카오 평균 8배에서 16.8배로 상승
P-city	87.4	21.0	1,836.2	마카오 평균 8배 대비 할증된 10배를 적용했으나 이익 회복기 peer 밸류 상승폭 감안하여 밸류에이션 배수 21배로 상향
합산			1,970.7	별도 적정가치와 P-city 지분율(55%)를 반영한 가치의 합산
적정주가(원)			21,669	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'20.1	'20.2	'20.3	'20.4	'20.5	'20.6	'20.7	'20.8	'20.9	'20.10	'20.11	'20.12	'21.1
Drop	242,240	242,012	48,432	24,299	67,219	49,554	48,685	50,685	35,111	42,555	37,487	55,499	60,976
Sales	37,664	31,635	6,676	3,397	7,899	4,657	6,031	5,803	3,210	4,928	5,869	9,120	9,107
Sales (table)	35,256	25,482	6,815	2,979	7,391	3,889	5,126	4,901	2,724	3,975	5,103	7,993	7,794
Sales (slot)	1,626	1,854	366	417	563	695	907	910	495	899	741	1,079	1,311
홀드율 (table,%)	14.6	10.5	14.1	12.3	11.0	7.8	10.5	9.7	7.8	9.3	13.6	14.4	12.8
홀드율 (total,%)	15.2	11.3	14.8	14.0	11.8	9.3	12.4	11.5	9.2	11.5	15.6	16.3	14.9
YoY Growth (%)													
Drop	15.7	31.5	-75.5	-89.4	-74.3	-78.1	-77.9	-80.7	-84.8	-81.2	-81.7	-74.3	-74.8
Sales	36.0	28.4	-70.2	-83.9	-70.4	-87.9	-81.6	-83.9	-91.8	-86.6	-81.0	-76.5	-75.8
Sales (table)	44.2	6.3	-69.0	-83.3	-65.2	-87.3	-83.5	-84.6	-92.4	-88.5	-82.8	-77.1	-77.9
Sales (slot)	34.9	-8.2	-74.0	-69.9	-61.6	-46.5	-44.8	-39.2	-68.4	-16.4	-55.6	-23.9	-19.4
홀드율 (table,%p)	2.9	-2.5	3.0	4.4	2.9	-5.7	-3.5	-2.4	-7.8	-5.8	-0.9	-1.8	-1.8
홀드율 (total,%p)	3.0	-2.8	3.0	5.5	3.1	-4.9	-2.4	-1.2	-7.1	-4.2	0.3	-0.5	-0.3
Drop breakdown													
VIP	198,123	205,486	36,992	18,053	47,071	31,078	31,983	33,124	23,827	25,052	19,752	32,294	37,303
China VIP	53,963	65,305	12,118	3,246	3,407	774	1,144	1,664	336	590	377	925	2,066
Japan VIP	111,389	78,239	7,027	178	146	37	2	14	17	7	0	349	356
Other VIP	32,771	61,943	17,848	14,629	43,517	30,266	30,837	31,446	23,474	24,455	19,375	31,020	34,881
Mass	44,117	36,526	11,440	6,246	20,148	18,511	16,702	17,562	11,284	17,503	17,734	23,205	23,673
YoY Growth (%)													
VIP	12.0	31.4	-77.9	-90.6	-78.8	-83.5	-82.4	-84.8	-87.4	-86.7	-88.0	-81.2	-81.2
China VIP	33.0	74.0	-56.9	-91.7	-94.2	-98.3	-97.1	-95.8	-99.3	-99.0	-99.0	-97.6	-96.2
Japan VIP	32.9	-2.5	-92.0	-99.8	-99.9	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.6	-99.7
Other VIP	-37.6	60.3	-65.2	-70.9	-13.4	-39.4	-35.9	-47.4	-55.5	-54.6	-50.0	-19.6	6.4
Mass	35.6	31.9	-62.7	-82.4	-48.4	-50.6	-57.1	-61.1	-73.1	-54.8	-55.3	-48.3	-46.3
VIP방문객 (명)													
VIPs	7,950	6,701	2,594	1,139	2,972	2,442	2,246	2,247	1,469	1,823	1,612	2,344	2,184
China VIP	1,590	1,209	245	63	196	90	117	141	80	123	81	149	130
Japan VIP	3,923	2,522	367	5	4	2	2	0	6	2	0	16	28
Other VIP	2,437	2,970	1,982	1,071	2,772	2,350	2,127	2,106	1,383	1,698	1,531	2,179	2,026
YoY Growth (%)													
VIPs	3.1	-7.8	-65.0	-86.0	-66.2	-69.1	-71.0	-72.8	-79.9	-76.9	-77.4	-69.9	-72.5
China VIP	35.5	-12.6	-75.3	-93.9	-87.6	-93.5	-90.3	-90.4	-92.6	-93.6	-93.6	-87.9	-91.8
Japan VIP	8.9	-21.7	-88.6	-99.9	-99.9	-99.9	-99.9	-100.0	-99.8	-99.9	-100.0	-99.5	-99.3
Other VIP	-16.9	11.3	-38.1	-66.6	-15.2	-24.1	-30.2	-26.7	-50.4	-42.4	-43.7	-28.2	-16.9
정킷 실적													
Rolling Chip Turnover	135,801	221,234	41,782	464	1,934	2,601	11	577	295	760	2,283	547	1,260
W/L	3,723	11,823	661	8	-110	-99	-3	-9	79	113	52	157	14
Win rate(%)	2.7	5.3	1.6	1.7	-5.7	-3.8	-27.3	-1.6	26.8	14.9	2.3	28.7	1.1
Sales	782	4,299	-505	1	-55	73	-2	-8	32	54	25	48	2

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표4 파라다이스 시티 연간 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020P	2021E
전체 매출액	200.4	302.1	463.3	177.5	170.6
카지노 매출	176.8	247.1	375.6	126.9	98.5
드롭액	1,364.7	2,156.2	2,669.2	943.8	722.2
비카지노 매출	25.6	53.0	87.9	50.6	72.2
영업이익	-32.6	-20.8	20.0	-66.7	-30.7
영업이익률(%)	-16.3	-6.9	4.3	-37.6	-18.0
감가상각비	26.5	40.8	64.4	58.9	58.5
EBITDA	-6.1	20.0	84.4	-7.8	27.8

주: 파라다이스시티는 2017년 4월 오픈. 위 자료는 3Q17 이후 실적.

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표5 파라다이스 시티 분기 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
드롭액	591.3	715.5	714.5	647.9	532.7	141.1	134.5	135.5	107.4	147.0	186.2	281.7
VIP드롭액	500.4	603.5	588.4	524.5	440.6	96.2	88.9	77.1	65.0	88.5	145.1	208.3
Mass드롭액	90.9	112.0	126.1	123.4	92.1	44.9	45.5	58.4	42.4	58.4	41.1	73.4
전체 매출액	90.7	105.8	135.3	131.5	89.7	26.0	29.2	32.5	32.1	36.3	43.7	58.5
카지노 매출	74.8	86.4	107.9	106.6	75.8	16.0	15.1	19.9	18.4	22.1	20.8	37.1
드롭액	591.3	715.5	714.5	647.9	532.7	141.1	134.5	135.5	107.4	147.0	186.2	281.7
비카지노매출	15.9	19.5	27.6	25.0	13.9	10.0	14.1	12.6	13.7	14.1	23.0	21.4
영업이익	-7.1	-5.0	24.5	7.7	2.5	-28.2	-25.6	-15.4	-15.8	-12.4	-4.5	2.1
영업이익률(%)	-7.8	-4.7	18.1	5.8	2.8	-108.4	-87.5	-47.4	-49.1	-34.2	-10.3	3.5
감가상각비	15.4	16.1	16.1	16.8	15.0	14.7	14.5	14.6	14.6	14.7	14.5	14.6
EBITDA	8.2	11.2	40.6	24.4	17.5	-13.5	-11.0	-0.8	-1.2	2.3	10.0	16.7
EBITDA이익률(%)	9.1	10.5	30.0	18.6	19.5	-51.8	-37.8	-2.4	-3.7	6.4	22.9	28.5

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표6 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	201.7	233.9	274.4	269.5	184.7	74.6	90.6	104.6	104.6	98.2	116.4	152.7
카지노	161.4	190.1	215.7	216.9	154.3	51.5	55.1	74.4	74.4	69.0	89.3	102.1
호텔	19.6	20.4	25.1	24.1	14.3	12.0	19.6	16.1	16.1	14.3	12.0	25.3
기타	22.6	22.5	33.3	28.0	15.9	10.8	14.9	13.3	13.3	14.9	15.1	25.3
매출원가	190.5	200.9	211.3	237.2	164.2	103.7	108.5	100.8	100.8	100.6	107.5	128.6
매출총이익	11.2	33.0	63.1	32.2	20.4	-29.1	-18.0	3.8	3.8	-2.4	8.9	24.1
판관비	17.5	28.3	22.1	19.8	15.6	15.5	13.1	19.4	19.4	12.8	14.8	12.5
영업이익	-6.3	4.7	41.1	12.4	4.8	-44.5	-31.1	-15.6	-15.6	-15.2	-5.9	11.6
세전이익	-13.4	-5.3	48.6	-14.4	-2.8	-60.2	-32.4	-82.9	-86.8	-21.9	-11.1	5.4
순이익	-7.5	-2.1	34.2	-9.5	-2.5	-95.5	-16.3	-59.2	-59.2	-13.7	-7.0	8.5
% YoY Growth												
매출액	12.4	29.2	30.4	24.4	-8.5	-68.1	-67.0	-61.2	-46.8	55.9	68.7	48.7
영업이익	적전	흑전	280.0	흑전	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지
순이익	적전	적지	626.3	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전
Margin (%)												
GPM	5.5	14.1	23.0	12.0	11.1	-38.9	-19.8	3.6	-2.5	7.7	15.8	7.2
OPM	-3.1	2.0	15.0	4.6	2.6	-59.6	-34.3	-14.9	-15.5	-5.1	7.6	-3.5
NPM	-3.7	-0.9	12.5	-3.5	-1.3	-127.9	-27.8	-56.6	-14.0	-6.0	5.6	6.1

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	787.6	979.4	454.4	522.8	882.1
매출액증가율 (%)	17.9	24.4	-53.6	15.0	68.7
매출원가	709.0	839.9	477.2	481.1	723.8
매출총이익	78.6	139.5	-22.8	41.8	158.3
판매관리비	76.2	87.7	63.6	56.8	71.2
영업이익	2.4	51.9	-86.3	-15.0	87.1
영업이익률	0.3	5.3	-19.0	-2.9	9.9
금융손익	-29.1	-47.8	-46.1	-39.4	-35.1
종속/관계기업손익	-1.1	20.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.1	-9.3	-38.0	47.0	27.1
세전계속사업이익	-42.9	15.5	-170.5	-7.4	79.1
법인세비용	1.3	8.8	-16.4	3.3	-1.6
당기순이익	-44.2	6.7	-158.8	-23.0	64.0
지배주주지분 순이익	-21.1	15.1	-109.9	-2.8	25.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	106.4	156.8	-515.3	133.8	228.1
당기순이익(손실)	-44.2	6.7	-158.8	-23.0	64.0
유형자산상각비	62.5	100.4	105.7	125.3	120.3
무형자산상각비	9.6	10.4	6.6	6.4	6.3
운전자본의 증감	29.0	11.8	-466.2	23.9	36.3
투자활동 현금흐름	-223.7	-222.5	-100.7	-214.4	-303.9
유형자산의증가(CAPEX)	-271.0	-84.9	-17.9	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	8.8	20.2	12.9	-3.8	-5.8
재무활동 현금흐름	151.3	79.6	110.9	-136.9	-7.5
차입금의 증감	133.3	350.7	119.3	-128.3	1.0
자본의 증가	0.0	0.0	2.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	35.1	14.5	-504.7	-217.4	-83.4
기초현금	172.0	207.1	221.6	-283.1	-500.5
기말현금	207.1	221.6	-283.1	-500.5	-583.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	327.6	532.2	694.9	909.9	1,270.7
현금및현금성자산	207.1	221.6	142.3	172.2	252.2
매출채권	22.2	31.5	5.4	8.0	12.0
재고자산	6.7	6.2	6.7	10.0	14.9
비유동자산	2,823.2	2,938.2	2,832.4	2,744.6	2,663.8
유형자산	2,262.6	2,197.0	2,127.0	2,041.8	1,961.5
무형자산	276.2	263.0	252.4	246.0	239.8
투자자산	23.4	23.9	11.0	14.8	20.6
자산총계	3,150.8	3,470.4	3,527.3	3,654.4	3,934.5
유동부채	421.8	632.4	299.8	173.4	177.5
매입채무	3.5	4.2	1.6	2.4	3.6
단기차입금	87.8	77.4	150.9	150.9	150.9
유동성장기부채	20.9	242.9	27.7	-101.3	-101.3
비유동부채	1,102.9	1,233.7	1,374.8	1,412.5	1,469.8
사채	99.9	99.7	99.8	99.8	99.8
장기차입금	797.5	726.2	999.5	999.5	999.5
부채총계	1,524.7	1,866.2	1,674.5	1,586.0	1,647.3
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	297.2	297.2	297.2
기타포괄이익누계액	313.2	306.1	302.3	302.3	302.3
이익잉여금	643.2	644.3	540.7	520.4	544.5
비지배주주지분	353.9	337.9	264.6	253.4	284.7
자본총계	1,626.1	1,604.2	1,427.3	1,395.7	1,451.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	8,661	10,770	4,997	5,749	9,699
EPS(지배주주)	-231	166	-1,208	-31	279
CFPS	1,129	2,097	-132	1,700	2,677
EBITDAPS	819	1,788	286	1,283	2,349
BPS	13,989	13,924	12,785	12,562	12,826
DPS	100	100	100	200	200
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.7	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	-81.5	118.9	-12.7	-575.4	62.8
PCR	16.7	9.4	-116.0	10.3	6.6
PSR	2.2	1.8	3.1	3.1	1.8
PBR	1.3	1.4	1.2	1.4	1.4
EBITDA	74.5	162.6	26.0	116.6	213.6
EV/EBITDA	37.7	18.8	94.9	20.0	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	1.2	-9.0	-0.2	2.2
EBITDA 이익률	9.5	16.6	5.7	22.3	24.2
부채비율	93.8	116.3	117.3	113.6	113.5
금융비용부담률	4.2	5.3	11.2	8.7	4.9
이자보상배율(x)	0.1	1.0	-1.7	-0.3	2.0
매출채권회전율(x)	45.1	36.5	24.6	77.7	87.8
재고자산회전율(x)	131.0	152.6	70.5	62.7	70.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

