

2021. 5. 13



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **국순용**  
02. 6454-48899  
soonyoun.cook@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **22,000 원**

현재주가 (5.12) **18,250 원**

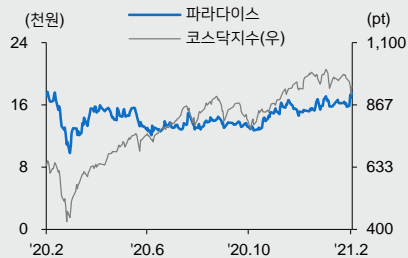
상승여력 **20.5%**

KOSDAQ	967.10pt
시가총액	16,597억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	47.67%
외국인비중	6.29%
52주 최고/최저가	18,650원/12,100원
평균거래대금	219.9억원

주요주주(%)  
파라다이스글로벌 외 8 인 46.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	27.2	25.0
상대주가	14.1	10.5	-11.6

주가그래프



(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
2020	453.9	-86.2	-118.1	-1,299	-2,579.6	12,583	-11.8	1.2	177.0	-9.8	131.1
2021E	491.5	-32.8	-87.3	-960	-37.5	11,624	-19.0	1.6	144.2	-7.9	153.0
2022E	833.8	92.2	26.2	288	-130.0	11,911	63.5	1.5	18.4	2.4	166.2

# 파라다이스 034230

## 마카오 회복이 보여준 카지노의 비탄력성

- ✓ 1분기, 지난해 구조조정 효과가 온기로 반영되며 EBITDA 100억대 흑자 시현 성공
- ✓ 4월 평월 대비 낮은 카지노 매출로 투자심리 위축되었으나 이는 단순한 bad luck
- ✓ 지난 2월 마카오 내 중국 입국자의 자가격리 면제 이루어지며 4월 마카오 카지노 매출은 전년 동월 대비 10배 상승
- ✓ 한국 정부 또한 백신 접종자 자가격리 면제 조치 시행될 경우 카지노, 놀라운 실적 회복 탄력을 보여줄 것

### 구조조정 효과가 본격화된 1분기

파라다이스의 1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 966억원(-47.7% YoY)과 -122억원(적지 YoY)로 당사 추정치(-163억원) 대비 선방한 실적을 기록했다. 분기당 감가상각 금액은 250억원이라는 점을 고려했을 때 1분기 EBITDA는 130억원에 해당한다.

1분기 카지노 매출액은 636억원으로 국내 거주 외국인만을 대상으로도 월간 200억원 안팎의 매출이 가능하다. 지난 5월 4일 발표된 4월 동사의 카지노 매출액이 148억원으로 평월 대비 낮은 실적을 기록하며 투자심리가 위축된 바 있으나 이는 단순 bad luck에 해당한다.

### 마카오 다음은 한국이다

GGR이 발표한 4월 마카오 카지노 매출은 전년 동기 대비 10배 이상 늘어난 84억 파타카(약 1조2천억원)를 기록했다. 지난 2월 중순 이후 중국인 입국자의 자가격리 면제되며 마카오 카지노 산업은 빠른 회복을 보이고 있다. 주지하는 바와 같이 카지노 산업은 수요가 비탄력적이다. 한국 또한 인접 국가를 대상으로 백신 접종자에 대한 자가격리 면제 조치가 이루어질 것으로 본다. 마카오 다음 회복은 한국이다. 이제 하늘 길만 열리면 된다.

지난 11월 이후 주가 상승 속도는 여행 대비 카지노 산업이 느렸다. 상대적으로 높은 고정비 때문으로 해석된다. 그러나 동사의 경우 코로나 기간 타이트한 구조조정을 통해 비용에 대한 이슈를 상당부분 해소한 상황이다. 여기에 중국, 일본 백신 접종자의 입국이 이루어질 경우 마카오와 같은 놀라운 실적 회복 탄력을 보여줄 것이다.

표1 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'20.4	'20.5	'20.6	'20.7	'20.8	'20.9	'20.10	'20.11	'20.12	'21.1	'21.2	'21.3	'21.4
<b>Drop</b>	<b>24,299</b>	<b>67,219</b>	<b>49,554</b>	<b>48,685</b>	<b>50,685</b>	<b>35,111</b>	<b>42,555</b>	<b>37,487</b>	<b>55,499</b>	<b>60,976</b>	<b>42,417</b>	<b>49,400</b>	<b>48,772</b>
Sales	3,421	7,899	4,657	6,031	5,803	3,210	4,928	5,869	9,120	9,191	7,272	13,737	5,410
Sales (table)	3,003	7,391	3,889	5,126	4,901	2,724	3,975	5,103	7,993	7,878	6,775	9,358	4,536
Sales (slot)	417	563	695	907	910	495	899	741	1,079	1,311	1,320	914	865
홀드율 (table,%)	12.4	11.0	7.8	10.5	9.7	7.8	9.3	13.6	14.4	12.9	16.0	18.9	9.3
홀드율 (total,%)	14.1	11.8	9.3	12.4	11.5	9.2	11.5	15.6	16.3	15.1	19.1	20.8	11.1
<b>YoY Growth (%)</b>													
<b>Drop</b>	<b>-89.4</b>	<b>-74.3</b>	<b>-78.1</b>	<b>-77.9</b>	<b>-80.7</b>	<b>-84.8</b>	<b>-81.2</b>	<b>-81.7</b>	<b>-74.3</b>	<b>-74.8</b>	<b>-82.5</b>	<b>2.0</b>	<b>100.7</b>
Sales	-83.8	-70.4	-87.9	-81.6	-83.9	-91.8	-86.6	-81.0	-76.5	-75.6	-77.0	105.8	58.1
Sales (table)	-83.2	-65.2	-87.3	-83.5	-84.6	-92.4	-88.5	-82.8	-77.1	-77.7	-73.4	37.3	51.0
Sales (slot)	-69.9	-61.6	-46.5	-44.8	-39.2	-68.4	-16.4	-55.6	-23.9	-19.4	-28.8	149.7	107.4
홀드율 (table,%p)	4.5	2.9	-5.7	-3.5	-2.4	-7.8	-5.8	-0.9	-1.8	-1.6	5.4	4.9	-3.1
홀드율 (total,%p)	5.6	3.1	-4.9	-2.4	-1.2	-7.1	-4.2	0.3	-0.5	-0.2	7.8	6.0	-3.0
<b>Drop breakdown</b>													
VIP	18,053	47,071	31,078	31,983	33,124	23,827	25,052	19,752	32,294	37,303	20,901	26,880	31,606
China VIP	3,246	3,407	774	1,144	1,664	336	590	377	925	2,066	1,237	1,324	699
Japan VIP	178	146	37	2	14	17	7	0	349	356	125	91	26
Other VIP	14,629	43,517	30,266	30,837	31,446	23,474	24,455	19,375	31,020	34,881	19,539	25,465	30,881
Mass	6,246	20,148	18,511	16,702	17,562	11,284	17,503	17,734	23,205	23,673	21,515	22,520	17,167
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIP	-90.6	-78.8	-83.5	-82.4	-84.8	-87.4	-86.7	-88.0	-81.2	-81.2	-89.8	-27.3	75.1
China VIP	-91.7	-94.2	-98.3	-97.1	-95.8	-99.3	-99.0	-99.0	-97.6	-96.2	-98.1	-89.1	-78.5
Japan VIP	-99.8	-99.9	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.6	-99.7	-99.8	-98.7	-85.4
Other VIP	-70.9	-13.4	-39.4	-35.9	-47.4	-55.5	-54.6	-50.0	-19.6	6.4	-68.5	42.7	111.1
Mass	-82.4	-48.4	-50.6	-57.1	-61.1	-73.1	-54.8	-55.3	-48.3	-46.3	-41.1	96.9	174.9
<b>VIP방문객 (명)</b>													
VIPs	1,139	2,972	2,442	2,246	2,247	1,469	1,823	1,612	2,344	2,184	1,758	1,677	1,190
China VIP	63	196	90	117	141	80	123	81	149	130	102	95	71
Japan VIP	5	4	2	2	0	6	2	0	16	28	17	15	5
Other VIP	1,071	2,772	2,350	2,127	2,106	1,383	1,698	1,531	2,179	2,026	1,639	1,567	1,114
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIPs	-86.0	-66.2	-69.1	-71.0	-72.8	-79.9	-76.9	-77.4	-69.9	-72.5	-73.8	-35.4	4.5
China VIP	-93.9	-87.6	-93.5	-90.3	-90.4	-92.6	-93.6	-93.6	-87.9	-91.8	-91.6	-61.2	12.7
Japan VIP	-99.9	-99.9	-99.9	-99.9	-100.0	-99.8	-99.9	-100.0	-99.5	-99.3	-99.3	-95.9	0.0
Other VIP	-66.6	-15.2	-24.1	-30.2	-26.7	-50.4	-42.4	-43.7	-28.2	-16.9	-44.8	-20.9	4.0
<b>정킷 실적</b>													
Rolling Chip Turnover	464	1,934	2,601	11	577	295	760	2,283	547	1,260	3,016	48,105	213
W/L	8	-110	-99	-3	-9	79	113	52	157	14	-1,601	7,682	19
Win rate(%)	1.7%	-5.7%	-3.8%	-27.3%	-1.6%	26.8%	14.9%	2.3%	28.7%	1.1%	-53.1%	16.0%	8.9%
Sales	1	-55	73	-2	-8	32	54	25	48	2	-823	3,465	9

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표2 파라다이스 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	96.6	184.7	-47.7	104.0	-7.1	97.3	-0.7	92.7	4.2
영업이익	-12.2	4.8	적전	-15.4	적지	-15.7	-22.2	-17.2	-29.0
세전이익	-26.2	-2.8	적지	-87.1	적지	-30.9	-15.3	-23.9	9.4
지배순이익	-26.3	-5.6	적지	-80.6	적지	-18.6	41.1	-19.7	33.2

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표3 파라다이스 시티 분기 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
드랍액	532.7	141.1	134.5	135.5	152.8	142.8	175.8	263.2	482.2	592.4	695.3	648.4
VIP드랍액	440.6	96.2	88.9	77.1	85.1	84.3	134.8	189.9	400.3	491.6	569.2	525.1
Mass드랍액	92.1	44.9	45.5	58.4	67.7	58.4	41.1	73.4	81.8	100.8	126.1	123.4
전체 매출액	89.7	26.0	29.2	32.5	42.4	37.8	42.9	56.1	76.4	87.0	93.7	85.8
카지노 매출	75.8	16.0	15.1	19.9	30.2	23.7	19.9	34.7	60.8	69.7	76.9	72.3
드롭액	532.7	141.1	134.5	135.5	152.8	142.8	175.8	263.2	482.2	592.4	695.3	648.4
비카지노매출	13.9	10.0	14.1	12.6	12.2	14.1	23.0	21.4	15.6	17.3	16.8	13.4
영업이익	2.5	-28.2	-25.6	-15.4	-7.5	-12.0	-6.3	-1.2	9.3	15.9	24.4	10.1
영업이익률(%)	2.8	-108.4	-87.5	-47.4	-17.7	-31.6	-14.8	-2.1	12.2	18.3	26.0	11.8
감가상각비	15.0	14.7	14.5	14.6	14.4	14.7	14.5	14.6	14.4	14.7	14.5	14.6
EBITDA	17.5	-13.5	-11.0	-0.8	6.9	2.8	8.2	13.4	23.7	30.7	38.9	24.7
EBITDA이익률(%)	19.5	-51.8	-37.8	-2.4	16.2	7.3	19.1	23.9	31.1	35.2	41.5	28.8

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표4 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	184.7	74.6	90.6	104.0	96.6	97.5	147.6	149.8	181.9	198.4	235.9	217.5
카지노	154.3	51.5	55.1	74.4	63.6	69.7	97.0	102.1	147.5	165.8	188.7	176.5
호텔	14.3	12.0	19.6	16.1	15.5	12.8	25.3	24.5	15.5	12.8	25.3	24.5
기타	15.9	10.8	14.9	13.3	13.3	15.0	25.3	23.2	18.9	19.8	21.9	16.5
매출원가	164.2	103.7	108.5	100.6	95.7	101.9	126.4	142.1	152.0	160.4	174.0	178.1
매출총이익	20.4	-29.1	-18.0	3.4	0.9	-4.4	21.3	7.7	30.0	38.0	61.9	39.4
판관비	15.6	15.5	13.1	18.9	13.1	15.6	11.5	18.0	15.4	21.6	14.8	25.2
영업이익	4.8	-44.5	-31.1	-15.4	-12.2	-20.1	9.8	-10.3	14.6	16.4	47.1	14.2
세전이익	-2.8	-53.7	-31.9	-87.1	-26.2	-23.7	4.9	2.9	17.3	16.8	45.2	11.6
순이익	-2.5	-31.9	-16.3	-59.2	-18.2	-18.8	8.5	3.6	10.2	15.4	25.6	-19.4
<b>% YoY Growth</b>												
매출액	-8.5	-68.1	-67.0	-61.4	-47.7	30.6	63.0	44.0	88.3	103.5	59.8	45.2
영업이익	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	380.4	흑전
순이익	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	201.8	적전
<b>Margin (%)</b>												
GPM	11.1	-38.9	-19.8	3.3	0.9	-4.5	14.4	5.1	16.5	19.2	26.2	18.1
OPM	2.6	-59.6	-34.3	-14.8	-12.6	-20.6	6.6	-6.9	8.0	8.2	20.0	6.5
NPM	-1.3	-42.7	-18.0	-56.9	-18.9	-19.2	5.7	2.4	5.6	7.8	10.8	-8.9

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

## 파라다이스 (034230)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>787.6</b>	<b>979.4</b>	<b>453.9</b>	<b>491.5</b>	<b>833.8</b>
매출액증가율 (%)	17.9	24.4	-53.7	8.3	69.6
매출원가	709.0	839.9	477.0	466.1	664.6
매출총이익	78.6	139.5	-23.2	25.5	169.2
판매관리비	76.2	87.7	63.0	58.2	77.0
<b>영업이익</b>	<b>2.4</b>	<b>51.9</b>	<b>-86.2</b>	<b>-32.8</b>	<b>92.2</b>
영업이익률	0.3	5.3	-19.0	-6.7	11.1
금융손익	-29.1	-47.8	-50.3	-62.6	-61.2
중속/관계기업손익	-1.1	20.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.1	-9.3	-39.0	-1.2	-1.2
세전계속사업이익	-42.9	15.5	-175.4	-96.6	29.8
법인세비용	1.3	8.8	-8.5	7.6	-1.4
<b>당기순이익</b>	<b>-44.2</b>	<b>6.7</b>	<b>-166.9</b>	<b>-104.2</b>	<b>31.2</b>
지배주주지분 손이익	-21.1	15.1	-118.1	-87.3	26.2

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>327.6</b>	<b>532.2</b>	<b>520.9</b>	<b>615.2</b>	<b>912.7</b>
현금및현금성자산	207.1	221.6	142.3	145.9	309.2
매출채권	22.2	31.5	5.4	7.8	11.3
재고자산	6.7	6.2	6.7	9.7	14.0
<b>비유동자산</b>	<b>2,823.2</b>	<b>2,938.2</b>	<b>2,792.6</b>	<b>2,748.2</b>	<b>2,709.8</b>
유형자산	2,262.6	2,197.0	2,129.7	2,077.7	2,027.8
무형자산	276.2	263.0	204.6	203.7	202.8
투자자산	23.4	23.9	35.7	44.1	56.5
<b>자산총계</b>	<b>3,150.8</b>	<b>3,470.4</b>	<b>3,313.5</b>	<b>3,363.3</b>	<b>3,622.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>421.8</b>	<b>632.4</b>	<b>361.9</b>	<b>437.3</b>	<b>549.0</b>
매입채무	3.5	4.2	1.9	2.8	4.0
단기차입금	87.8	77.4	149.1	149.1	149.1
유동성장기부채	20.9	242.9	41.2	41.2	41.2
<b>비유동부채</b>	<b>1,102.9</b>	<b>1,233.7</b>	<b>1,518.1</b>	<b>1,596.7</b>	<b>1,713.0</b>
사채	99.9	99.7	231.6	231.6	231.6
장기차입금	797.5	726.2	913.9	913.9	913.9
<b>부채총계</b>	<b>1,524.7</b>	<b>1,866.2</b>	<b>1,880.0</b>	<b>2,034.0</b>	<b>2,261.9</b>
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	304.1	304.1	304.1
이익잉여금	643.2	644.3	520.6	433.3	459.5
비지배주주지분	353.9	337.9	289.2	272.2	277.3
<b>자본총계</b>	<b>1,626.1</b>	<b>1,604.2</b>	<b>1,433.6</b>	<b>1,329.3</b>	<b>1,360.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>106.4</b>	<b>156.8</b>	<b>-155.8</b>	<b>86.7</b>	<b>286.3</b>
당기순이익(손실)	-44.2	6.7	-166.9	-104.2	31.2
유형자산상각비	62.5	100.4	94.9	52.0	49.9
무형자산상각비	9.6	10.4	6.7	0.9	0.9
운전자본의 증감	29.0	11.8	-144.0	138.0	204.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-223.7</b>	<b>-222.5</b>	<b>-98.7</b>	<b>-86.7</b>	<b>-128.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-271.0	-84.9	-8.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	8.8	20.2	-11.7	-8.4	-12.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>151.3</b>	<b>79.6</b>	<b>175.0</b>	<b>3.5</b>	<b>5.3</b>
차입금의 증감	133.3	350.7	179.9	3.5	5.3
자본의 증가	0.0	0.0	2.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	35.1	14.5	-79.3	3.6	163.3
기초현금	172.0	207.1	221.6	142.3	145.9
기말현금	207.1	221.6	142.3	145.9	309.2

### Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,661	10,770	4,991	5,405	9,168
EPS(지배주주)	-231	166	-1,299	-960	288
CFPS	1,129	2,097	393	208	1,559
EBITDAPS	819	1,788	169	221	1,573
BPS	13,989	13,924	12,583	11,624	11,911
DPS	100	100	0	200	200
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.0	1.1	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-81.5	118.9	-11.8	-19.0	63.5
PCR	16.7	9.4	39.0	88.0	11.7
PSR	2.2	1.8	3.1	3.4	2.0
PBR	1.3	1.4	1.2	1.6	1.5
EBITDA	74.5	162.6	15.4	20.1	143.0
EV/EBITDA	37.7	18.8	177.0	144.2	18.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	1.2	-9.8	-7.9	2.4
EBITDA 이익률	9.5	16.6	3.4	4.1	17.2
부채비율	93.8	116.3	131.1	153.0	166.2
금융비용부담률	4.2	5.3	12.0	13.4	7.9
이자보상배율(x)	0.1	1.0	-1.6	-0.5	1.4
매출채권회전율(x)	45.1	36.5	24.6	74.5	87.3
재고자산회전율(x)	131.0	152.6	70.4	60.1	70.5

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

