

파라다이스 (034230)

호텔/레저



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	22,000원 (I)
현재주가 (3/15)	16,600원
상승여력	33%

시가총액	15,096억원
총발행주식수	90,942,672주
60일 평균 거래대금	109억원
60일 평균 거래량	673,314주
52주 고	19,900원
52주 저	13,700원
외인지분율	4.87%
주요주주	파라다이스글로벌 외 9인 46.38%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.3	12.9	(8.0)
상대	(3.3)	30.1	(2.2)
절대(달려환산)	(3.1)	7.7	(15.9)

레버리지가 기대되는 카지노

투자 의견 BUY, 목표주가 2.2만원으로 커버리지 개시

파라다이스에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 2.2만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 본사와 파라다이스시티, 부산호텔의 가치를 각각 합산하는 SOTP 방식으로 산출하였으며, 법인별 적정가치로는 본사 7,000억원, 파라다이스시티 1.7조원, 부산호텔 3,200억원 수준으로 각 법인에 대한 지분율을 적용하여 파라다이스의 적정가치를 1.9조원 수준으로 산출하였다.

다가오는 글로벌 리오프닝

전 세계적인 국경 봉쇄 해제 움직임에 더해 우리나라도 백신접종을 완료한 해외 입국객을 대상으로 격리를 21일부터 면제하게 된다. 국내 카지노업의 주요 타겟 국인 중국과 일본은 여전히 보수적인 방역 정책을 유지하고 있는 상황이기 때문에 우리나라의 격리 해제가 즉각적으로 실적의 개선을 이끌기는 어렵겠지만, 글로벌 리오프닝에 대한 투자センチ먼트가 개선되고 있다는 점은 분명한 사실이다.

여기서 중요한 것은 중국인 VIP의 움직임일 것이다. 공동부유라는 이념 하에서 마카오 카지노 규제가 이어지고 있는 상황이다. 중국인 VIP가 위축될 것인지에 대해서 지켜볼 필요가 있다고 판단된다. 동사의 2019년 기준 중국인 VIP 비중은 22% 수준이었다.

민간사업자와 IR의 힘으로 레버리지 효과 기대

경쟁사와는 다르게 민간사업자라는 점과 함께 복합리조트인 파라다이스시티를 운영하고 있다는 점이 동사의 특징이다. 이에 따라 동사의 경우, 피어그룹 사업자와는 달리 구조조정의 효과와 파라다이스시티의 Mass 고객 비중 확대에 따른 수익성 개선에 대하여 기대해볼 수 있을 것이라 판단된다. 당사는 동사의 2023년 기준 OPM이 13% 수준에 육박할 것으로 전망하고 있으며, 이는 2019년 기준 5.3% 대비 크게 수익성이 개선되는 것이다. 이 때문에 카지노 사업자 중 주가 회복의 탄력성이 상대적으로 강할 수 있을 것이라 전망한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	937	-3.0	-15.9	966	-3.0
영업이익	-234	적지	적지	-243	3.4
세전계속사업이익	-381	적지	적지	-432	11.9
지배순이익	-203	적지	적지	-283	28.4
영업이익률 (%)	-25.0	적지	적지	-25.1	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	-21.6	적지	적지	-29.3	+7.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	9,794	4,539	4,145	5,575
영업이익	519	-862	-553	-624
지배순이익	151	-1,181	-453	-647
PER	107.1	-11.5	-30.0	-23.3
PBR	1.2	1.1	1.1	1.3
EV/EBITDA	17.7	174.0	59.0	81.2
ROE	1.2	-9.8	-4.0	-5.8

자료: 유안타증권

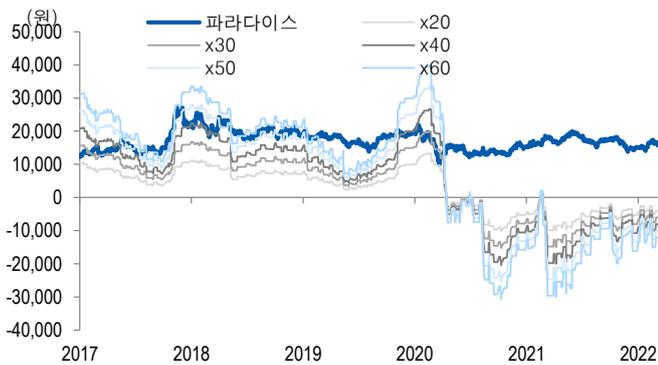
[표 1] 파라다이스 SOTP Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	23E	목표 P/E	비고
본사 지배순이익	410	17	코로나19 이전 GKL 평균 P/E
본사 적정가치	6,973		
	23E	목표 EV/EBITDA	비고
파라다이스시티 EBITDA	1,189	20	코로나19 이전 파라다이스 평균 EV/EBITDA에 30% 할증
파라다이스시티 EV	23,193		
파라다이스시티 순차입금	6,369		23년 추정
현금성자산	368		20년 기준
차입금	8,128		20년 기준
파라다이스시티 적정가치	16,825		
	23E	목표 EV/EBITDA	비고
부산호텔 EBITDA	223	12	
부산호텔 EV	2,674		
부산호텔 순차입금	-512		23년 추정
현금성자산	123		20년 기준
차입금	206		20년 기준
부산호텔 적정가치	3,187		
적정 시가총액	18,600		파라다이스시티 지분을 55%, 부산호텔 지분을 74.5% 적용
유통주식수	85,531		자사주 제외
적정주가	21,746		

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 파라다이스 P/E(12MF) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 파라다이스 P/B(12MF) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

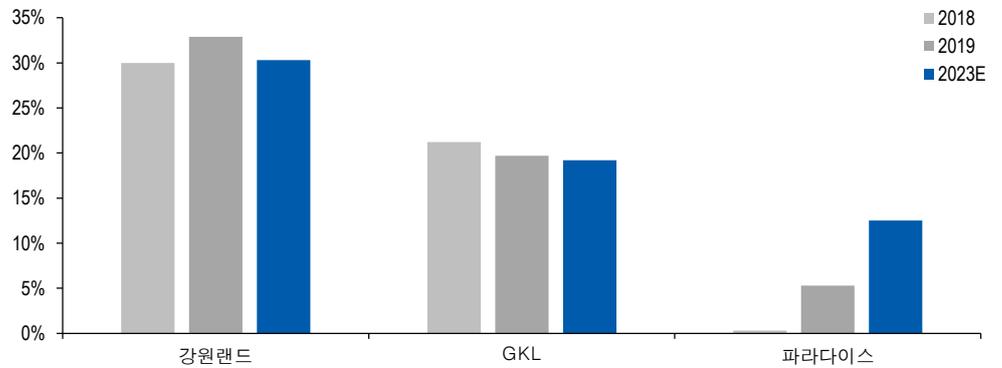
[표 2] 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	966	846	1,218	1,115	937	1,055	1,682	1,901	4,145	5,575	9,931
YoY	-48%	13%	34%	7%	-3%	25%	38%	71%	-9%	35%	78%
카지노	379	306	450	495	395	411	680	820	1,629	2,306	4,233
호텔	155	216	231	253	196	219	255	237	856	906	966
부산호텔	143	198	212	232	176	199	235	217	785	826	886
그 외	12	18	19	22	20	20	20	20	70	80	80
복합리조트	424	318	521	352	316	396	717	813	1,615	2,242	4,572
기타	8	7	16	14	30	30	30	30	44	120	160
영업이익	-122	-274	48	-204	-234	-188	-124	-77	-553	-624	1,262
OPM	-13%	-32%	4%	-18%	-25%	-18%	-7%	-4%	-13%	-11%	13%
YoY	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전
카지노	-40	-144	26	-29	-35	-88	-47	5	-187	-165	540
호텔 및 기타	-7	31	24	9	1	24	30	22	57	76	113
부산호텔	-4	30	27	4	1	24	30	2	56	56	93
그 외	-3	1	-3	5	0	0	0	20	0	20	20
복합리조트	-75	-161	-2	-184	-200	-124	-107	-104	-422	-535	609

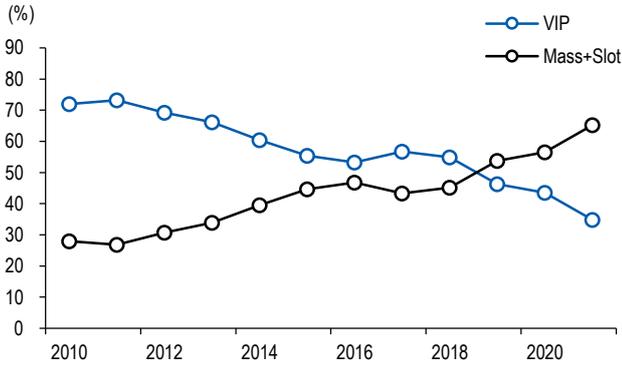
자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 카지노사업자 코로나 19 이전 영업이익률과 23년 영업이익률 전망치 비교



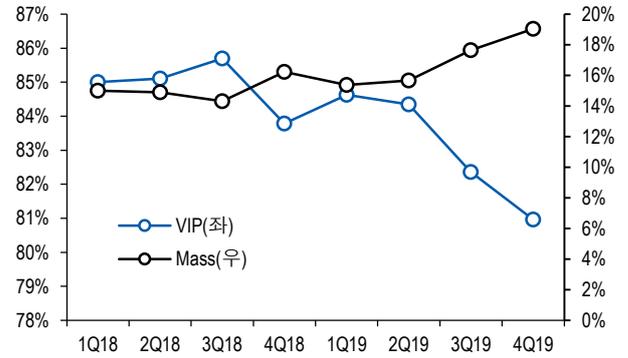
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 마카오 GGR 고객 믹스 추이



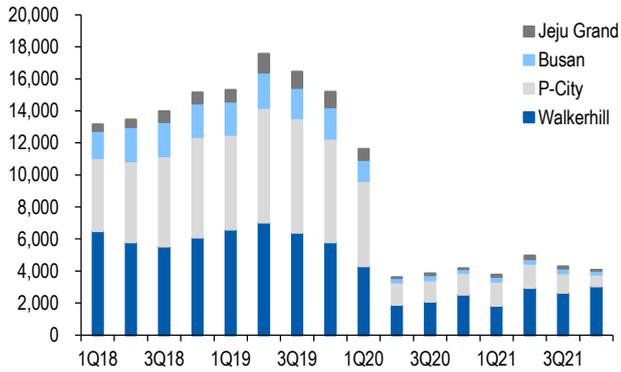
자료: DSEC, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 파라다이스시티 분기별 드랩액 고객 믹스 추이(코로나 19 이전)



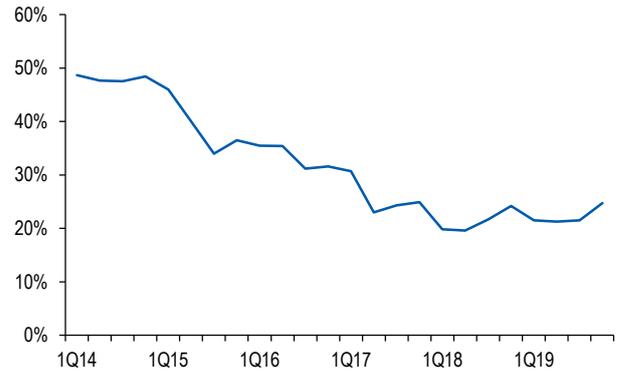
자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 파라다이스 드랩액 추이



자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 파라다이스 중국인 VIP 비중 추이(코로나 19 이전)



자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

파라다이스 (034230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	9,794	4,539	4,145	5,575	9,931	
매출원가	8,399	4,770	4,147	5,339	7,614	
매출총이익	1,395	-232	-2	236	2,317	
판매비	877	630	550	859	1,055	
영업이익	519	-862	-553	-624	1,262	
EBITDA	1,626	154	440	337	2,198	
영업외손익	-364	-893	-44	-592	-589	
외환관련손익	12	-2	6	0	0	
이자손익	-478	-503	-619	-632	-629	
관계기업관련손익	207	0	0	0	0	
기타	-105	-388	569	40	40	
법인세비용차감전순손익	155	-1,754	-596	-1,216	673	
법인세비용	88	-85	107	-292	162	
계속사업순손익	67	-1,669	-703	-924	512	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	67	-1,669	-703	-924	512	
지배지분순이익	151	-1,181	-453	-647	333	
포괄순이익	-134	-1,659	-495	-742	694	
지배지분포괄이익	25	-1,172	-335	-503	469	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	1,568	-1,558	-985	-360	1,034	
당기순이익	67	-1,669	-703	-924	512	
감가상각비	1,004	949	929	898	876	
외환손익	-6	-2	-3	0	0	
중속, 관계기업관련손익	-207	0	0	0	0	
자산부채의 증감	118	-1,440	-643	-742	-776	
기타현금흐름	592	603	-565	408	423	
투자활동 현금흐름	-2,225	-987	823	-281	-382	
투자자산	233	-1,712	782	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-849	-87	-377	-300	-400	
유형자산 감소	7	6	822	0	0	
기타현금흐름	-1,616	806	-404	19	18	
재무활동 현금흐름	796	1,750	763	-197	-280	
단기차입금	0	0	-1,026	0	0	
사채 및 장기차입금	1,074	1,951	1,996	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-85	-85	0	0	-86	
기타현금흐름	-193	-115	-207	-197	-194	
연결범위변동 등 기타	6	2	344	824	612	
현금의 증감	145	-793	944	-14	984	
기초 현금	2,071	2,216	1,423	2,367	2,354	
기말 현금	2,216	1,423	2,367	2,354	3,338	
NOPLAT	519	-862	-652	-624	1,262	
FCF	719	-1,645	-1,362	-660	634	

자료: 유안타증권

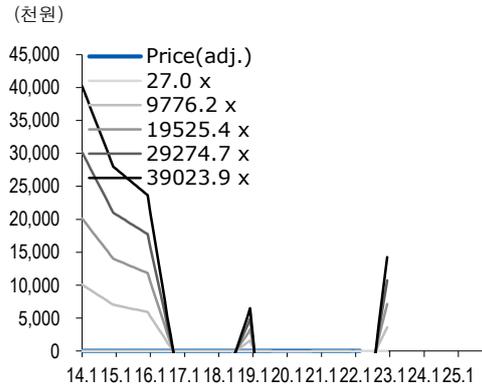
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	5,322	5,209	6,502	6,584	7,660	
현금및현금성자산	2,216	1,423	2,367	2,354	3,338	
매출채권 및 기타채권	343	77	77	125	171	
재고자산	62	67	70	118	164	
비유동자산	29,382	27,926	26,802	26,142	25,605	
유형자산	21,970	21,297	20,392	19,794	19,317	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	239	357	516	516	516	
자산총계	34,704	33,135	33,304	32,726	33,265	
유동부채	6,324	3,619	3,547	3,558	3,563	
매입채무 및 기타채무	1,183	807	579	590	595	
단기차입금	774	1,491	1,292	1,292	1,292	
유동성장기부채	2,429	412	799	799	799	
비유동부채	12,337	15,181	15,540	15,540	15,540	
장기차입금	7,262	9,139	7,719	7,719	7,719	
사채	997	2,316	4,196	4,196	4,196	
부채총계	18,662	18,800	19,087	19,098	19,103	
지배지분	12,663	11,444	11,370	10,906	11,335	
자본금	470	470	470	470	470	
자본잉여금	2,950	2,972	3,208	3,208	3,208	
이익잉여금	6,443	5,206	4,902	4,255	4,502	
비지배지분	3,379	2,892	2,847	2,722	2,827	
자본총계	16,042	14,336	14,217	13,628	14,162	
순차입금	9,147	10,372	9,529	9,542	8,558	
총차입금	13,545	15,298	15,767	15,767	15,767	

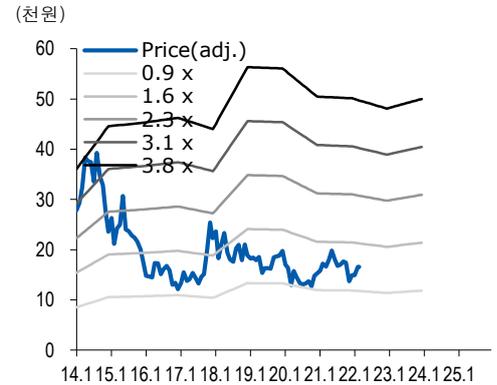
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	166	-1,299	-498	-711	366	
BPS	14,865	13,379	13,294	12,750	13,253	
EBITDAPS	1,788	169	484	370	2,417	
SPS	10,770	4,991	4,557	6,130	10,920	
DPS	100	0	0	100	100	
PER	107.1	-11.5	-30.0	-23.3	45.4	
PBR	1.2	1.1	1.1	1.3	1.3	
EV/EBITDA	17.7	174.0	59.0	81.2	12.0	
PSR	1.7	3.0	3.3	2.7	1.5	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	24.4	-53.7	-8.7	34.5	78.1	
영업이익 증가율 (%)	2,054.2	적전	적지	적지	-302.3	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	적전	적지	적지	-151.4	
매출총이익률 (%)	14.2	-5.1	-0.1	4.2	23.3	
영업이익률 (%)	5.3	-19.0	-13.3	-11.2	12.7	
지배순이익률 (%)	1.5	-26.0	-10.9	-11.6	3.3	
EBITDA 마진 (%)	16.6	3.4	10.6	6.0	22.1	
ROIC	1.0	-3.7	-3.0	-2.2	4.6	
ROA	0.5	-3.5	-1.4	-2.0	1.0	
ROE	1.2	-9.8	-4.0	-5.8	3.0	
부채비율 (%)	116.3	131.1	134.3	140.1	134.9	
순차입금/자기자본 (%)	72.2	90.6	83.8	87.5	75.5	
영업이익/금융비용 (배)	1.0	-1.6	-0.8	-0.9	1.8	

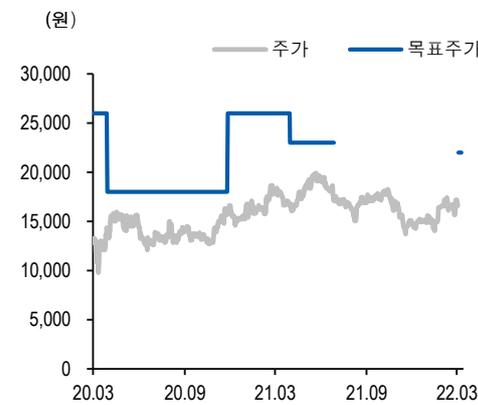
P/E band chart



P/B band chart



파라다이스 (034230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-03-16	BUY	22,000	1년		
담당자변경					
2021-04-12	BUY	23,000	1년	-26.84	-13.48
2020-12-08	BUY	26,000	1년	-36.28	-28.27
2020-04-10	BUY	18,000	1년	-22.24	-9.44
2019-11-07	BUY	26,000	1년	-32.33	-16.15

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.1
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.