



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476 sungho.park@tongyang.co.kr



# 파라다이스 (034230)

## 락원(樂園)은 지속된다



### Why This Report

파라다이스는 지난 2년간 4배 가량의 주가상승을 시현했습니다. 중국인 VIP 영업호조로 실적도 좋아졌지만, 워커힐 증설, 카지노 통합, 영종도 리조트 등 미래 성장동력도 확실해 고속성장이 예상됨에 따라 Valuation이 2배 가량 Re-rating 되었기 때문입니다. 성장성 측면에서 동사와 비슷한 마카오 Peer 대비 여전히 저평가 상태여서 매수 의견을 제시하지만, 상승 탄력은 과거 2년대비 둔화될 것으로 보입니다. 카지노업종 Second-pick 으로 제시합니다.

투자의견: BUY (I)  
 목표주가: 25,000원 (I)

### 호텔/레저

주가 (3/28)	21,200원
자본금	470억원
시가총액	19,280억원
주당순자산	7,799원
부채비율	27.99%
총발행주식수	90,942,672주
60일 평균 거래대금	154억원
60일 평균 거래량	813,335주
52주 고	21,850원
52주 저	8,290원
외인지분율	14.74%
주요주주	파라다이스글로벌 외 16인
	47.42%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	8.7	23.3	140.1
상대	3.1	11.3	6.4
절대(달러환산)	5.8	18.6	145.0



자료: Datastream

### Investment Point

#### 2013년에도 주가상승 지속, but 상승탄력은 둔화

- ▶ 동사는 2011~12년 약 4배의 주가상승에도 불구하고 중국인 VIP 드립액 증가추세가 여전히 높고 마카오 Peer 대비 여전히 저평가 상태이기 때문에 2013년에도 주가상승 추세 지속 예상. 다만, 지난 2년간의 Re-rating 으로 인해 상승탄력은 둔화될 전망

#### 중장기적으로 고속성장 지속 조건 완비

- ▶ 한국 외국인 전용 카지노 시장은 중국인 소득증가로 인한 카지노 수요증가 지속, 동아시아 지역의 과점적 지위, 허브공항 보유를 통한 탁월한 접근성을 바탕으로 향후 투자릿수 성장률을 지속적으로 유지할 수 있는 조건 보유. 동사는 중국인 VIP 시장에서의 검증된 모객능력을 바탕으로 동아시아의 대표적인 2<sup>nd</sup> Tier 업체로써 성장 예상
- ▶ 동사는 이에 더해 1)2014년 워커힐 카지노 신규영업장 개장, 2)2016년 그룹내 5개 카지노 영업장 통합완료, 3)2016년 영종도 복합리조트 완공 등의 미래 성장동력들을 갖추고 있어 중장기적으로 고속성장을 지속할 조건을 완비했다는 판단

### 투자의견 Buy, 목표주가 25,000원으로 커버리지 개시

- 중국인 카지노 수요증가의 대표 수혜주 → 중장기적 고속성장 지속 예상
- 2013년 카지노 업종 Second-Pick 제시

### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) - 연결실적은 [표 12] 참조

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,583	4,018	5,157	6,658	8,463
매출액증가율	-20.7	12.2	28.3	29.1	27.1
영업이익	492	631	1,113	1,242	1,456
영업이익률	13.7	15.7	21.6	18.7	17.2
지배주주귀속 순이익	233	583	952	1,070	1,276
지배주주 귀속 EPS	257	641	1,046	1,177	1,404
증가율	-41.9	149.4	63.2	12.5	19.3
PER	26.1	20.8	20.3	18.0	15.1
PBR	1.0	1.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	6.9	14.9	15.1	14.4	11.9
ROA	3.7	7.8	11.6	11.4	12.7
ROE	4.7	10.1	15.0	15.4	16.7

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

## I. 결론 : 2013년에도 주가상승은 지속된다

투자의견 Buy,  
목표주가 2.5만원으로  
커버리지 개시

**파라다이스(034230)에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 25,000원으로 커버리지를 개시하며, 카지노 업종 Second-Pick 으로 제시한다.** 목표주가 25,000원은 2013E 연결기준 EPS 1,193원에 Target PER 20.7배를 적용했다. Target PER 20.7배는 2012~14E 평균 EPS 성장률이 동사 (31.3%)와 비슷한 레벨인 마카오의 Sands(39.9%), Galaxy(18.1%), Melco(22.8%)의 2013E 평균 PER 이다.[산업자료; 표1, 그림6 참조]

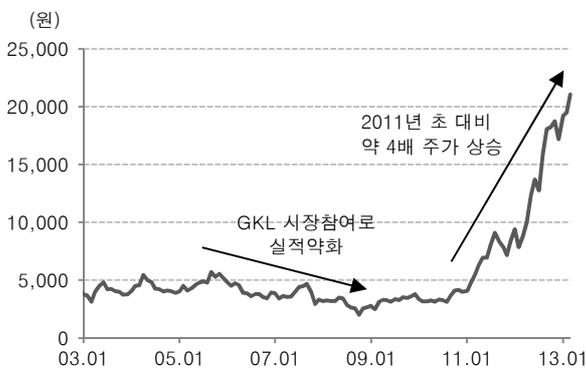
동사는 2006년 GKL 의 신규 카지노(서울 2개점, 부산 1개점) 설립 이후, 시장잠식효과로 실적이 약화되며 2006~08년 부진한 주가흐름을 보였다. 2009~10년 동사는 대표적인 고배당 저평가주 (배당성향 50% 육박)로 시장 대비 할인되어 거래되었으나, 2011~12년 주식시장 침체에 중국인 드롭액의 급증에 힘입어 2년간 약 4배의 주가상승을 시현했다. 동 기간 순이익은 2010년 402억원 → 2012년 722억원(지분법 포함)으로 79.6% 증가했고, Valuation 은 12M Fwd PER(컨센서스) 기준으로 2011년초 8배 → 2012년말 15배 수준으로 Re-rate 되었다.

2013년에도 주가상승 지속  
→ 다만, 상승 탄력도는  
지난 2년대비 둔화 예상

**2013년에도 동사의 주가상승은 지속될 것으로 예상된다.** 핵심 영업지표인 중국인 VIP 드롭액 증가추세가 여전히 마카오 Peer 대비 여전히 저평가 상태이기 때문이다. 다만, **지난 2년간의 Re-rating 으로 인해 상승탄력은 둔화될 것으로 전망된다.**

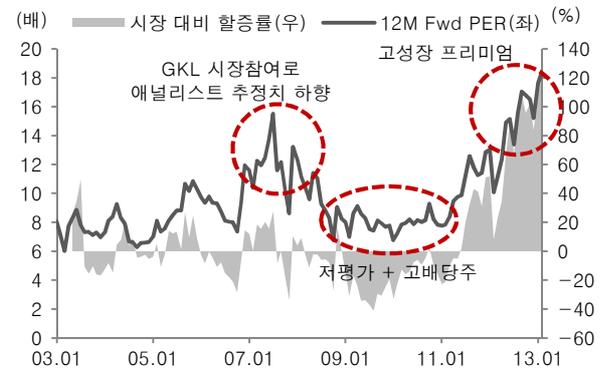
동사에 대한 투자포인트는 다음과 같이 요약된다. 1) 동사의 VIP 시장 개척도(베이징+상하이)는 한 자리수대 초중반 수준에 불과해 직접 마케팅 강화에 따른 추가적인 고객유치 여력이 크다. 2) 중국의 1인당 GDP 가 2012년 6천달러(명목기준)를 돌파한 것으로 추정되면서 중국도 자동차 대중화, 해외여행 본격화 등의 소비행태의 변화를 기대할 수 있는 소득 수준에 근접해 카지노 수요가 더욱 확대될 것이다. 3) 2014년초부터 기존의 워커히 카지노의 영업면적이 2배로 확대된다. 4) 2016년 까지 파라다이스그룹 내 5개 카지노의 통합이 순차적으로 예정되어 있어 실적상승이 예상된다.(2012년 워커히 카지노 단독매출 3,731억원 vs 5개 카지노 합산매출 6,059억원) 5) 2016년 영종도 복합리조트형 카지노의 개장이 예정되어 있어 장기 성장의 기반도 확보되어 있다.

[그림90] 파라다이스 주가 추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림91] 파라다이스 12M Forward PER 추이 및 시장대비 할증률



주: 파라다이스의 12M PER 은 컨센서스 기준. 벤치마크는 MSCI Korea 12M PER 사용  
자료: CEIC, Quantiwise, 동양증권 리서치센터

## II. 실적 : 2013년 영업이익 1,113억원(+77% YoY)

2013년 예상매출액 5,157억원  
(+28% YoY)  
영업이익 1,113억원  
(+77% YoY)

2013년 실적은 매출액 5,157억원(+28% YoY), 영업이익 1,113억원(+77% YoY), 당기순이익 1,085억원(+50% YoY, 지분법포함 기준)으로 추정되어 전년도 이상의 고성장이 예상된다. 2013년에도 중국인 VIP 중심의 드롭액 성장 지속이 예상되고 2012년 6월의 제주그랜드카지노 합병효과가 온기로 반영되면서 높은 매출액 성장과 이에 따른 영업레버리지 발생이 기대되기 때문이다. 이에 더해, 2013년 중으로 그룹내 1개 카지노의 추가합병도 기대된다.

2014년 예상매출액 6,658억원  
(+29% YoY)  
영업이익 1,242억원  
(+12% YoY)

반면, 2014년 실적은 매출액 6,658억원(+29% YoY), 영업이익 1,242억원(+12% YoY), 당기순이익 1,246억원(+14% YoY)으로 추정된다. 2014년부터 외국인 전용카지노에 대한 개별소비세(매출액의 4%)가 적용됨으로 인해 영업단의 성장은 매출액 성장 대비 낮게 나타날 것이다. 단, 2014년 초의 워커힐 카지노 신규영업장 개장효과는 현 시점의 추정치에 반영하지 않았다. 동사는 워커힐 증설에 맞춰 중국인 마케팅 인원 증원을 계획하고 있어 2014년 실적의 추가적인 상향 가능성은 열려 있다.

[표12] 파라다이스주 실적 추정치 : 2013년(e) 영업이익 1,113억원 → 2014(e) 1,242억원

(단위: 억원)

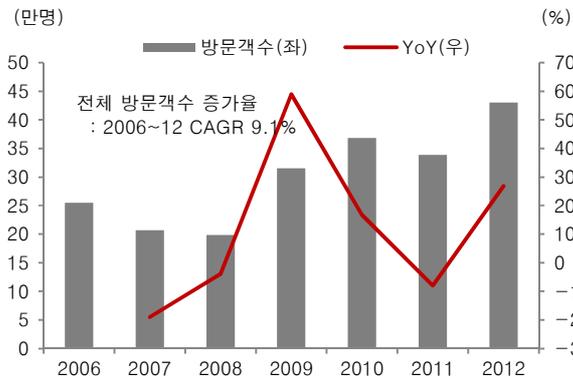
	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>2,328</b>	<b>2,838</b>	<b>3,137</b>	<b>3,583</b>	<b>4,018</b>	<b>5,157</b>	<b>6,658</b>	<b>8,463</b>	<b>9,550</b>
카지노	2,247	2,727	3,032	3,478	3,931	5,063	6,565	8,363	9,450
기타	81	111	105	104	87	94	94	100	100
<b>영업비용</b>	<b>2,191</b>	<b>2,555</b>	<b>2,739</b>	<b>3,090</b>	<b>3,389</b>	<b>4,044</b>	<b>5,416</b>	<b>7,007</b>	<b>7,833</b>
컴프	574	686	783	834	931	1,199	1,582	2,104	2,377
인건비	640	669	708	784	890	979	1,177	1,493	1,598
관광진흥개발기금	217	259	290	340	387	506	656	836	945
개별소비세	-	-	-	-	-	0	263	335	378
판매촉진비	-	-	147	181	205	258	333	423	477
광고선전비	55	65	76	91	88	124	160	203	229
감가상각비	62	70	86	81	71	76	80	90	110
기타	642	805	647	779	817	902	1,165	1,523	1,719
<b>영업이익</b>	<b>137</b>	<b>284</b>	<b>399</b>	<b>492</b>	<b>629</b>	<b>1,113</b>	<b>1,242</b>	<b>1,456</b>	<b>1,716</b>
OPM	6%	10%	13%	14%	16%	22%	19%	17%	18%
<b>순이익(지분법 반영)</b>	<b>229</b>	<b>313</b>	<b>402</b>	<b>326</b>	<b>722</b>	<b>1,085</b>	<b>1,241</b>	<b>1,446</b>	<b>1,801</b>
NIM	10%	11%	13%	9%	18%	21%	19%	17%	19%
<b>성장성(YoY)</b>									
매출액	9%	22%	11%	14%	12%	28%	29%	27%	13%
영업이익	-15%	107%	41%	23%	28%	77%	12%	17%	18%
당기순이익	-1%	37%	28%	-19%	122%	50%	14%	16%	25%
<b>카지노지표</b>									
드롭액	14,900	17,119	22,243	24,260	29,204	37,455	49,440	63,749	72,037
홀드율	14.3%	15.0%	12.8%	13.5%	12.7%	12.8%	12.6%	12.5%	12.3%
<b>연결매출액</b>	<b>3,111</b>	<b>3,661</b>	<b>3,980</b>	<b>3,740</b>	<b>5,063</b>	<b>6,239</b>	<b>7,798</b>	<b>9,634</b>	<b>11,605</b>
카지노	2,247	2,727	3,032	3,482	3,935	5,063	6,565	8,363	9,450
호텔	783	823	843	134	1,025	1,003	1,058	1,089	1,120
기타	81	111	105	123	103	173	174	182	1,036
<b>영업이익</b>	<b>253</b>	<b>389</b>	<b>467</b>	<b>509</b>	<b>852</b>	<b>1,326</b>	<b>1,502</b>	<b>1,732</b>	<b>2,197</b>
OPM	8%	11%	12%	14%	17%	21%	19%	18%	19%
<b>순이익</b>	<b>235</b>	<b>318</b>	<b>402</b>	<b>326</b>	<b>722</b>	<b>1,085</b>	<b>1,244</b>	<b>1,449</b>	<b>1,804</b>
NIM	8%	9%	10%	9%	14%	17%	16%	15%	16%

주: 2011년 IFRS 도입이후, 카지노 회계가 순액법으로 변경됨에 따라 2008~10년 매출도 총액에서 순액으로 조정함. 동사의 드롭액 및 홀드율은 테이블게임 기준

주요가장: 2013년 4분기 제주롯데카지노 합병 → 2014년 4분기 부산카지노 합병 → 2016년 3분기 파라다이스 세가사미를 통한 인천카지노 합병

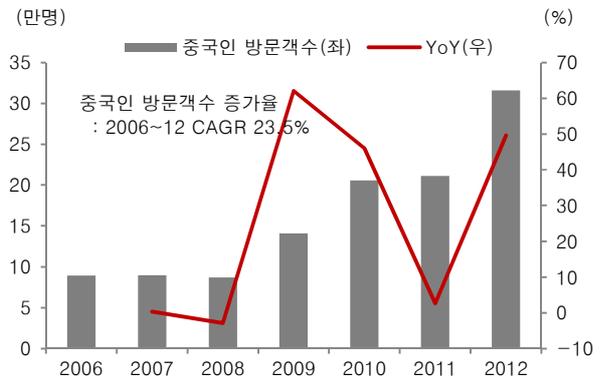
자료: 동양증권 리서치센터

[그림92] 파라다이스 방문객수 추이 (워커힐점 기준)



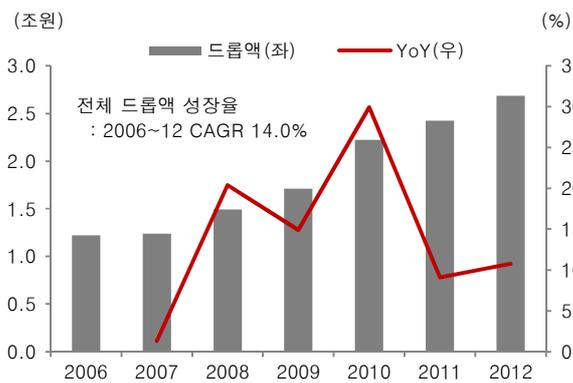
자료: 파라다이스

[그림93] 파라다이스 중국인 방문객수 추이 (워커힐점 기준)



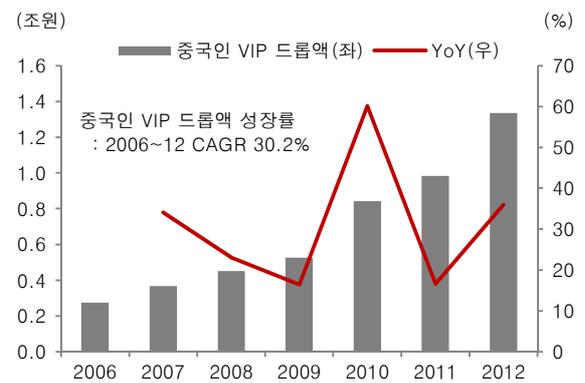
자료: 파라다이스

[그림94] 파라다이스 드롭액 추이 (워커힐점 기준)



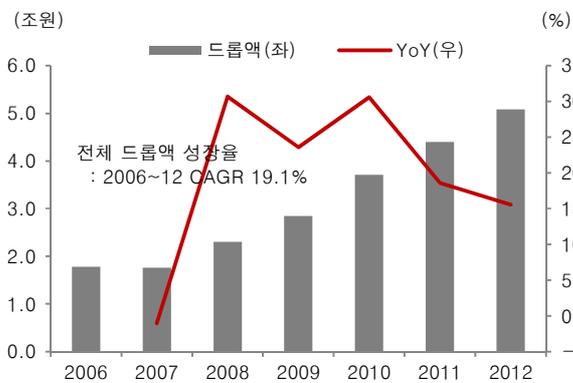
자료: 파라다이스

[그림95] 파라다이스 중국인 VIP 드롭액 추이 (워커힐점 기준)



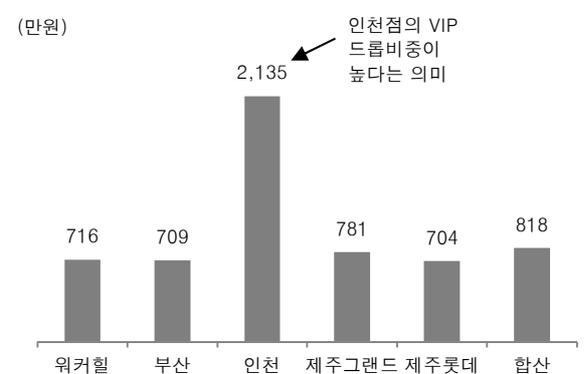
자료: 파라다이스

[그림96] 파라다이스 드롭액 추이 (5개점 합산)



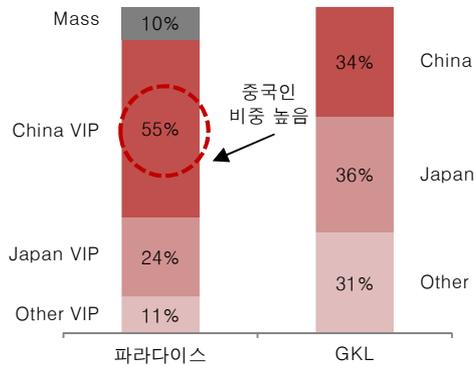
자료: 파라다이스

[그림97] 파라다이스 영업점별 1인당 드롭액 비교 (2011년 기준)



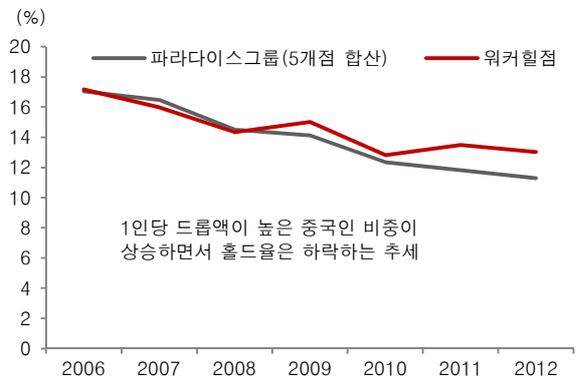
자료: 파라다이스, 문화관광부, 동양증권 리서치센터

[그림98] 파라다이스 및 GKL 의 드롭액 비중 비교 (2012년 기준)



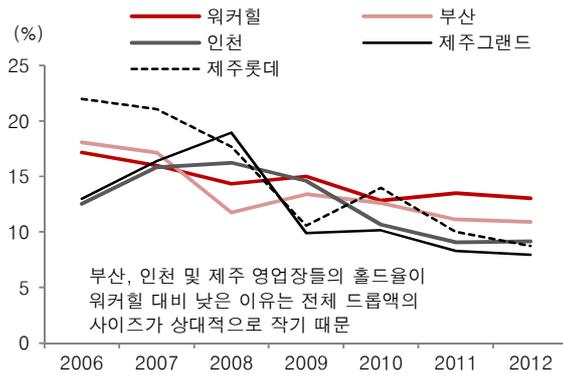
자료: 파라다이스, GKL

[그림99] 파라다이스 홀드율 추이



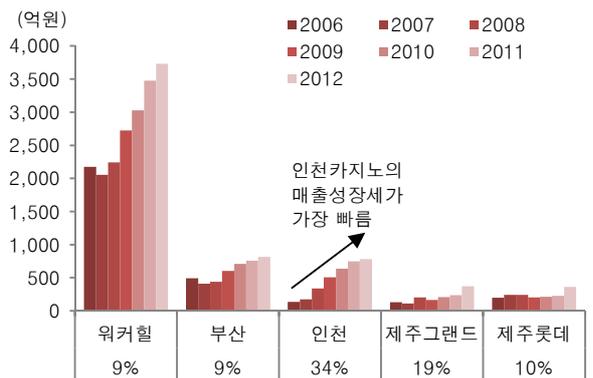
주: 파라다이스의 홀드율은 테이블 기준으로 집계되며, 머신은 제외됨  
자료: 파라다이스

[그림100] 파라다이스 영업점별 홀드율 추이



주: 파라다이스의 홀드율은 테이블 기준으로 집계되며, 머신은 제외됨  
자료: 파라다이스

[그림101] 파라다이스 영업점별 매출액 비교



주: 하단의 비율은 2006~12 CAGR 매출액 성장률을 의미  
자료: 파라다이스

### III. 회계이슈 : 1Q13부터 파라다이스호텔부산 연결

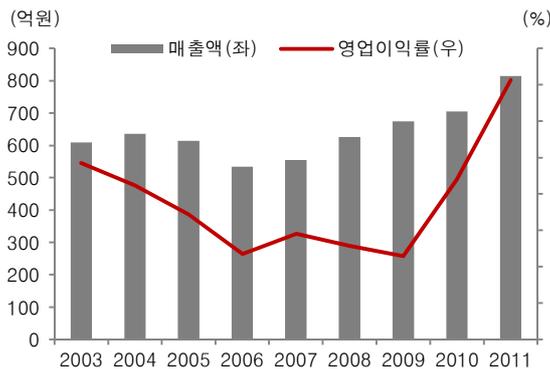
연결대상 기업 중  
주목할 기업은  
파라다이스호텔부산과  
파라다이스세가사미

동사는 2013년 1분기부터 연결 기준 재무제표를 도입하게 된다. 연결 대상업체는 총 5개 업체로 파라다이스호텔부산(호텔업), 파라다이스세가사미(호텔 및 카지노업), Paradise Safari Park(호텔업), Paradise Investment & Development Kenya(카지노업), Paradise International(광고대행업) 등이 있는데, 주목해야 할 업체는 파라다이스호텔부산과 파라다이스세가사미 등 2개이며 나머지는 매출액 금액이 미미해 크게 의미가 없다.

먼저, 파라다이스호텔부산은 2011년 기준 매출액 815억원, 영업이익률 22.2%를 기록한 부산 해운대 지역의 특1급 호텔로 파라다이스 부산카지노가 입점해있다. 동 호텔은 호텔롯데나 호텔신라 등 기타 특1급 호텔 대비 월등한 수익성을 꾸준히 시현하고 있어 파라다이스의 연결실적에 도움이 될 전망이다.[그림102~103] 파라다이스는 과거 부산호텔 지분 36.6%를 보유해 동사를 연결 대상으로 잡았으나, 2011년 IFRS 도입 이후 연결대상법인이 지분을 50% 보유 기업으로 상향 조정됨에 따라 연결 대상에서 일시적으로 제외시켰다. 2012년부터는 지분율을 69.5%로 확대하면서 다시 연결 대상으로 잡게 된다.

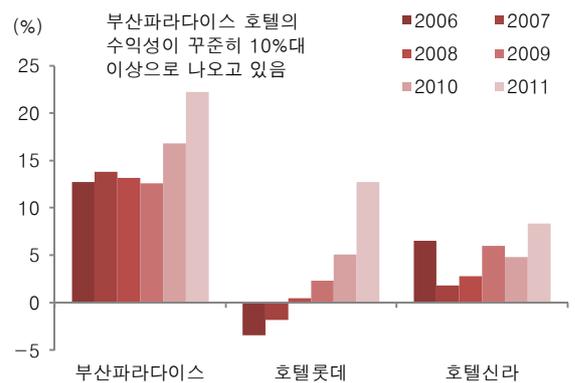
파라다이스세가사미는 2012년 파라다이스 및 일본 세가사미홀딩스가 합작 투자한 회사로 2016년부터 영종도 복합리조트형 카지노를 운영할 예정이다. 2013~15년은 매출단에 영향을 미치지 않으면서 일부 관공비만 비용으로 계상되기 때문에 파라다이스의 실적과는 크게 상관이 없다. 미래 성장을 담당하는 법인으로 보면 된다.

[그림102] 부산 파라다이스 호텔 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림103] 특1급 호텔들의 영업이익률 비교



주: 호텔롯데와 호텔신라는 호텔사업부만의 영업이익률 기준

자료: 동양증권 리서치센터

### IV. 투자포인트 : 워커힐 증설 + 카지노 통합 + 영종도 리조트

동 자료 산업편 『카지노의 과거, 현재, 그리고 미래』에서 언급한 바와 같이, 한국 외국인 카지노 시장은 1)중국인 소득증가로 인한 카지노 수요증가 지속, 2)동아시아 지역의 과점적 지위, 3)허브 공항 보유를 통한 탁월한 접근성을 바탕으로 향후 두자릿수 성장률을 지속적으로 유지할 수 있는 조건을 갖추고 있다. 파라다이스는 위의 세가지 조건에 더해 1)워커힐 카지노증설, 2)그룹사 카지노 통합, 3)영종도 복합리조트형 카지노 건설 등의 성장엔진을 추가적으로 장착했다.

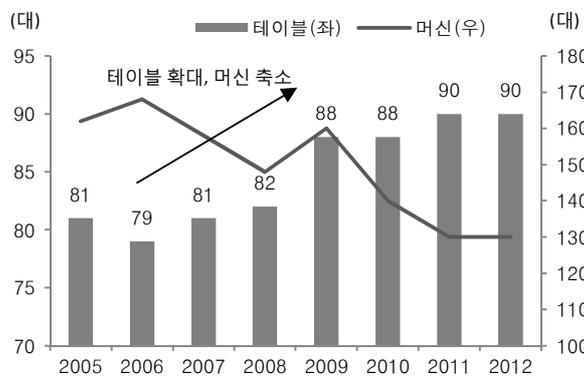
투자포인트 1. 워커힐 증설  
: 2014년 이후, 중국 마케팅 강화를 통한 모객증가 기대

먼저, **워커힐 카지노 증설**에 대해 살펴보자. 워커힐 카지노의 영업장 면적은 3,178m<sup>2</sup> 로 국내 외국인 전용 카지노들 중에 3번째로 넓다. 그러나, 워커힐점 방문객수가 2006년 25.5만명 → 2012년 43.0만명으로 증가하면서 휴일 또는 주말 공휴일 기준 테이블 점유율이 90~100% 수준에 도달하게 되었다. 테이블도 2006년 79대 → 2012년 90대로 조정했지만, 게임기구당 영업면적이 그룹 내에서 가장 좁은 수준이고 GKL의 강남점과 비교하면 절반 수준에 불과해 지속적인 성장을 위해선 증설이 필요한 시점이 되었다.[그림104~105]

파라다이스는 워커힐호텔 공연장을 카지노 영업공간으로 전환해 사용하기로 SK 네트워크(워커힐호텔 소유회사)와 합의하고 동 공간에 대한 Renovation 을 진행하고 있다. 현재 양사간에 Renovation 부지에 대한 임차료 협상이 진행되고 있으며, **빠르면 2014년 초에 신규 영업장이 개장될 예정이다. 신규 영업장이 개장되면, 영업장 면적은 기존의 2배로 증가하게 되고, 테이블은 40~50%, 머신은 60~70% 가량 증가하게 될 예정이다.**

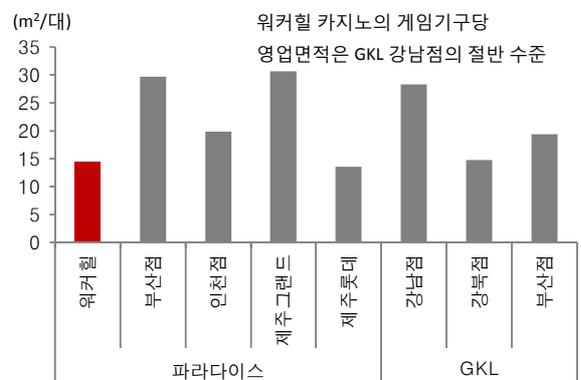
워커힐 카지노 증설효과는 동사에게 있어 분명히 긍정적인 이슈이지만, 이로 인한 모객증가 효과를 계량적으로 추정하긴 이른 시점이라고 판단된다. 다만, 동사의 중국 마케팅팀 인력은 1Q09 37명 → 3Q12 62명으로 증가했으며, 신규 영업장 오픈에 맞춰 동 팀의 인원을 30명 정도 추가적으로 충원할 것으로 보여 2014년 중국 마케팅 강화를 통한 모객증가는 기대해볼만 하다.

[그림104] 워커힐 카지노 게임기구수 추이



자료: 한국카지노업관광협회, 동양증권 리서치센터

[그림105] 국내 외국인전용 카지노영업장 면적비교(2012년 4월 기준)



주: '영업면적/게임기구' 에서 게임기구는 테이블대수와 머신대수를 단순 합산한 수치임  
자료: 한국카지노업관광협회, 동양증권 리서치센터

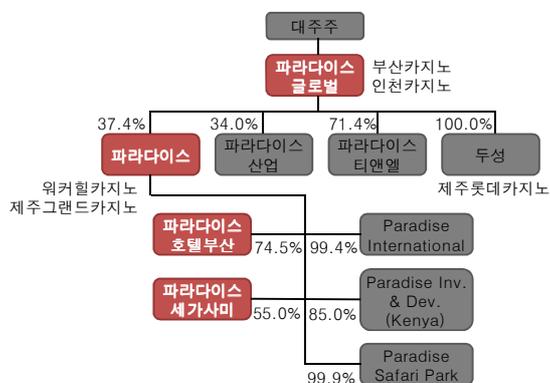
투자포인트 2. 그룹사 통합  
: 사실상의 증설효과로  
2013~16년 실적성장에  
큰 기여 기대

다음은 **그룹사 통합이슈**에 대해 살펴보자. 파라다이스 그룹의 카지노 영업장은 총 5개로 과거 그룹 내 5개사가 각각 1개 영업장을 경영한 바 있다. 구체적으로, 파라다이스(위커힐), 파라다이스글로벌(부산카지노), 파라다이스인천(인천카지노), 파라다이스제주(제주그랜드카지노), 두성(제주롯데카지노) 등이 그룹내에서 카지노 경영을 담당했다. 2011년 이후, 그룹 내 카지노 영업장 합병이 본격적으로 시작된다. 2011년 11월, 대주주가 지분을 보유하고 있는 파라다이스글로벌(지주사)과 파라다이스인천이 합병해 지주사가 부산카지노와 인천카지노를 보유하게 됐고, 2012년 6월 파라다이스(상장사)와 파라다이스제주가 합병해 파라다이스가 위커힐카지노 및 제주그랜드카지노를 보유하게 됐다. [그림106] **파라다이스는 2016년까지 위커힐, 제주그랜드, 제주롯데, 부산카지노를 통합하고, 자회사 파라다이스세가사미(지분율 55%)를 통해 파라다이스글로벌의 인천카지노를 양수받을 계획이다.** 제주롯데와 부산카지노에 대한 합병일정은 확정되지 않았으나, 2013~14년에 최소 1건씩 진행할 가능성이 높은 것으로 알려졌다.

**2012년 매출액을 기준으로 그룹사 통합효과를 살펴보면, 위커힐 단독매출 3,731억원 → 5개 영업장 통합매출 6,059억원으로 매출증가율이 61.6%에 달하게 된다. 영업이익의 증가율도 부산과 인천 카지노가 각각 800억원 수준의 매출액에 20%대 중후반의 영업이익률을 보임에 따라 80% 수준에 달할 수 있을 것으로 예상된다.** 즉, 위커힐 카지노와 같은 수준의 카지노가 1개 더 생기는 사실상의 증설효과이다. 현재 부산카지노 및 제주롯데카지노의 합병일정에 대해서는 확정된 사항이 없어, 당사는 보수적인 관점에서 4Q13 제주롯데카지노 합병 → 4Q14 부산카지노 합병을 가정했다. 만약, 부산카지노의 합병이 먼저 일어날 경우 단기 실적에는 보다 큰 도움이 될 것으로 기대된다. 2012년 부산카지노의 매출액은 813억원으로 제주롯데카지노의 364억원 대비 2배 이상 컸다. 영업이익은 2011년 기준으로 부산카지노가 25%를 기록해 제주롯데카지노의 15% 대비 수익성도 좋았다. [그림107] 또한, 카지노의 홀드율은 매출의 절대규모가 높을수록 변동성이 낮아지는 성향이 있어 부산카지노가 보다 안정적인 실적성장을 시현할 수 있다.

합병 시너지는 마케팅팀의 통합운영에 따른 카지노 통합마케팅, 인력의 탄력적 재배치, 고객정보 공유, 일부 고정비 절감 등을 들 수 있다. 파라다이스 그룹은 공항 인프라 열세로 영업환경이 불리한 제주도 2개 영업점에서 2011년부터 2년간 연평균 31.6%의 매출성장을 달성하고 있다. 카지노 통합이 이뤄지면, 이들 지역에서의 마케팅도 더욱 용이해질 수 있을 것으로 판단된다.

[그림106] 파라다이스 그룹, 지배구조도



주: 중요회사는 붉은색으로 표시 자료: 동양증권 리서치센터

[그림107] 파라다이스 그룹, 카지노 5개 영업장 실적 (2011년 기준)



자료: 파라다이스, 한국카지노업관광협회

투자포인트 3. 영종도 리조트  
: 저비용으로 미래성장  
사업동력 확보

마지막으로, **영종도 복합리조트형 카지노**에 대해 살펴보자. 한국 카지노산업의 한단계 도약을 위해 선 복합리조트형 카지노가 필수적이다. 호텔임대형 카지노는 카지노 게임만을 위한 VIP 고객 유치와 일부 Mass 관광객 유치에는 성과를 거둘 수 있으나, 가족단위 관광객 및 비즈니스 관광객을 유치하는 데에는 한계가 있기 때문이다. 1990년대 이후의 라스베이거스와 2010년대 싱가포르 카지노 성공은 복합리조트형 카지노 건립을 통해 비즈니스 및 각종 휴양시설을 하나의 대형건물에서 해결할 수 있도록 설계함으로써 카지노 고객기반을 확장시킨 것에 기인한다. 그런데, 현재 국내의 카지노들은 특1급 호텔 또는 컨벤션 부지를 임대해서 사용하는 호텔임대형 카지노가 대부분이며, 호텔직영 카지노도 파라다이스 부산점 및 제주 엘베가스카지노 정도에 불과하다.

파라다이스는 국내 복합리조트형 카지노 시장을 선점하면서 시장변화를 주도하는 모습이다. 파라다이스는 2012년 일본 세가사미홀딩스와 합작으로 파라다이스세가사미(주) (지분율: 파라다이스 55%, 세가사미홀딩스 45%)를 설립했으며, 2013년 영종도에 복합리조트형 카지노를 착공할 예정이다. 오는 2016년 카지노, 호텔, 오피스텔, 쇼펍몰을 포함하는 1단계 공사가 완공되고, 2018년 컨벤션 시설, 스파 등 남은 시설 등이 2단계로 완공된다. 투자금은 총 6,600억원이며, 이 중에서 자기자본은 2,400억원에 불과하며, 나머지는 차입으로 조달한다. [그림108~109] **파라다이스는 기존의 인천카지노 영업권을 파라다이스세가사미로 이전시킬 계획인 관계로 자기자본투자금 2,400억원 중에 40%인 960억원만 투입해 사실상 재무적 부담없이 사업을 진행할 수 있게 되었다. 미래성장 사업을 적은 위험으로 진행할 수 있다는 점이 가장 큰 매력이라고 판단된다.**

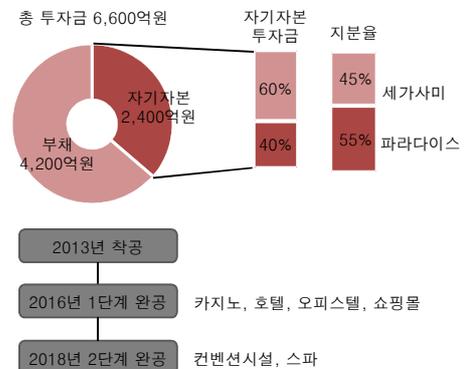
참고로, 복합리조트형 카지노의 단점은 1)막대한 투자금의 투입과 2)경기에 민감한 사업적 특성이 있다. 일반 카지노사업은 유형자산이 많지 않아 투자부담이 적지만, 복합리조트형으로 진화할 경우 위험도 커지는 것이다. 대표적인 실패사례는 라스베이거스의 Caesars Entertainment 를 들 수 있다. 2000년대 대규모 차입을 일으켜 복합리조트형 카지노 사업을 전개했으나, 2008년 미국 금융위기를 계기로 미국 경기가 하락하자 이자부담으로 인해 현재까지 적자를 면치 못하고 있다. 반면, 마카오에 진출한 라스베이거스 자본들은 중국의 카지노 수요 폭발에 힘입어 호황을 지속하고 있는데, 이들의 투자금도 매우 큰 수준이다. 일례로, 현재 마카오에서 건설 중인 복합리조트형 카지노인 Galaxy Macau, Parisian Macau 등의 투자금은 각각 4.6조원과 3조원 수준에 달한다.

[그림108] 영종도 복합리조트형 카지노 : 파라다이스만이 투자 확정



자료: 동양증권 리서치센터

[그림109] 파라다이스세가사미 투자금, 지분율 및 리조트 건설일정



자료: 동양증권 리서치센터

파라다이스 (034230) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,583	4,018	5,157	6,658	8,463
매출원가	2,685	3,047	3,640	4,875	6,166
매출총이익	898	971	1,517	1,784	2,296
판매비	405	340	404	542	841
영업이익	492	631	1,113	1,242	1,456
EBITDA	574	702	1,189	1,322	1,546
영업외손익	81	143	143	170	228
외환관련손익	-6	-11	-11	-11	-14
이자손익	67	61	56	38	40
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	19	93	98	143	203
법인세비용차감전순손익	573	774	1,256	1,412	1,684
법인세비용	339	191	304	342	408
계속사업순손익	233	583	952	1,070	1,276
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	233	583	952	1,070	1,276
지배지분순이익	233	583	952	1,070	1,276
포괄순이익	226	555	839	958	1,164
지배지분포괄이익	226	555	839	958	1,164

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

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,453	1,945	1,737	1,745	1,423
현금및현금성자산	1,590	1,159	887	833	445
매출채권 및 기타채권	104	138	202	262	317
재고자산	3	2	3	4	5
비유동자산	4,634	5,852	6,808	8,430	8,561
유형자산	1,847	1,902	1,930	1,992	2,044
관계기업등 지분관련자산	753	1,702	2,182	2,182	2,262
기타투자자산	144	318	318	318	318
자산총계	7,087	7,797	8,545	10,175	9,984
유동부채	1,039	1,239	1,303	2,365	1,366
매입채무 및 기타채무	265	390	390	390	391
단기차입금	174	105	169	1,231	231
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	551	565	565	565	565
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,590	1,804	1,868	2,930	1,931
지배지분	5,497	5,993	6,676	7,244	8,053
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	696	743	743	743	743
이익잉여금	4,744	5,186	5,981	6,661	7,470
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,497	5,993	6,676	7,244	8,053
순차입금	-2,165	-1,671	-1,334	-219	-831
총차입금	174	119	184	1,245	245

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	554	774	908	1,012	1,228
당기순이익	233	583	952	1,070	1,276
감가상각비	75	64	76	80	90
외환손익	-2	-3	11	11	14
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	63	-2	-204	-223	-226
기타현금흐름	184	132	73	74	74
투자활동 현금흐름	29	-1,023	-994	-1,650	-169
투자자산	81	-1,109	-480	0	-80
유형자산 증가 (CAPEX)	-90	-107	-105	-142	-142
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	38	193	-409	-1,508	52
재무활동 현금흐름	-208	-185	-91	672	-1,467
단기차입금	-21	-69	64	1,061	-1,000
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-194	-117	-156	-390	-468
기타현금흐름	7	0	1	1	1
연결범위변동 등 기타	2	3	-95	-88	21
현금의 증감	377	-431	-273	-54	-387
기초 현금	1,213	1,590	1,159	887	833
기말 현금	1,590	1,159	887	833	445
NOPLAT	492	631	1,113	1,242	1,456
FCF	255	437	610	657	825

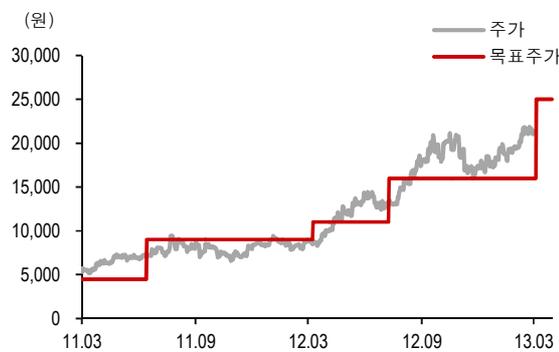
자료: 동양증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
- 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	257	641	1,046	1,177	1,404
BPS	6,514	7,047	7,799	8,423	9,312
EBITDAPS	631	772	1,307	1,454	1,700
SPS	3,939	4,418	5,670	7,321	9,305
DPS	150	200	500	600	800
PER	26.1	20.8	20.3	18.0	15.1
PBR	1.0	1.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	6.9	14.9	15.1	14.4	11.9
PSR	1.7	3.0	3.7	2.9	2.3

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-20.7	12.2	28.3	29.1	27.1
영업이익 증가율 (%)	47.6	28.2	76.3	11.6	17.2
지배순이익 증가율 (%)	-41.9	149.7	63.3	12.5	19.3
매출총이익률 (%)	25.1	24.2	29.4	26.8	27.1
영업이익률 (%)	13.7	15.7	21.6	18.7	17.2
지배순이익률 (%)	6.5	14.5	18.5	16.1	15.1
EBITDA 마진 (%)	16.0	17.5	23.0	19.9	18.3
ROIC	14.2	40.2	61.2	37.8	32.6
ROA	3.7	7.8	11.6	11.4	12.7
ROE	4.7	10.1	15.0	15.4	16.7
부채비율 (%)	28.9	30.1	28.0	40.4	24.0
순차입금/자기자본 (%)	-39.4	-27.9	-20.0	-3.0	-10.3
영업이익/금융비용 (배)	49.1	79.2	170.0	62.9	392.9

파라다이스 (034230) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-04-01	BUY	25,000
	담당자 변경	
2012-08-06	BUY	16,000
2012-04-05	BUY	11,000
2011-07-11	BUY	9,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 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 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기준 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 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 투자사결정은 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.