

파라다이스 (034230)

마카오 카지노와 가장 닮은 회사



김윤진
769,3398
yoonjinkim@daishin.com

최지웅
769,3530
jwoho@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

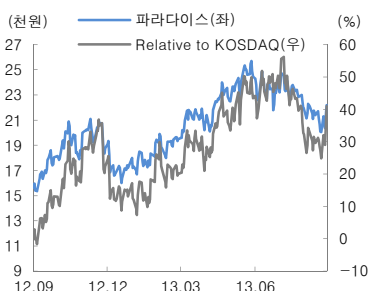
목표주가 30,000
상향

현재주가 22,200
(13.08.30)

엔터테인먼트업종

KOSDAQ	516.74
시가총액	2,019십억원
시가총액비중	1.68%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	25,700원 / 15,350원
120일 평균거래대금	100억원
외국인지분율	14.42%
주요주주	파라다이스글로벌 외 17인 47.39% Mirae Asset Korea Equity Fund(SICAV) 외 5인 8.59%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.5	-10.8	13.8	41.0
상대수익률	2.1	0.3	18.1	37.9



마카오에서 잘 나가는 회사와 닮은 점 (통합을 통한 공급 확대)

- (공급확대) 갤럭시 아웃포름 배경은 카지노 추가 공급을 통한 성장. 파라다이스는 계열사 통합을 통해 계단식 성장 계획이 2015년까지 계획되어 있음. 2016년에는 국내 최초로 리조트형 카지노 오픈 계획
- (통합) 2012 제주 그랜드 카지노, 부산 호텔 통합
2013 인천 카지노 통합
2014 부산 카지노 통합 계획
2015 제주 롯데 카지노 통합 계획
2016 리조트 카지노 오픈 계획 (영종도 인천공항 연결)

실적, 이슈, 밸류에이션 체크 (큰 그림 변화 없음)

- (실적) 3Q OP 우려와 달리 컨센 부합, 4Q OP 서프라이즈 예상(성과급 상반기 반영 효과), 2014년 개소세 반영해도 연결 EPS 19% 성장 예상
- (이슈) 레저세 부과 가능성 낮을 것으로 예상, 일본 카지노 합법화 추진해도 2020년 오픈을 목표, 배당성향 50%로 상향 가능성, 4Q 코스피 이전상장 계획
- (밸류에이션) 2016년까지 연결 EPS 평균 +20% 성장 전망, 현재 FWD EPS 적용 PER 14.4배, 목표주가 PER 20배 적용한 30,000원(upside +35%)

드롭액 역성장과 매출액 하락에 대한 의견

- 작년 7월까지 파라다이스 실적은 GKL 영업 차질에 따라 수혜가 있었던 베이스, 8월부터 드롭액 성장세로 돌아설 것으로 전망
- 7월 낮은 홀드에 따른 매출액 역성장은 홀드율 변동성에 따른 현상이기 때문에 큰 의미가 없다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	358	402	490	530	593
영업이익	49	63	118	117	148
세전순이익	57	77	135	138	172
총당순이익	23	58	102	104	130
지배지분순이익	23	58	102	104	130
EPS	257	641	1,126	1,149	1,430
PER	32.7	26.8	19.7	19.3	15.5
BPS	6,045	6,590	7,545	8,178	9,083
PBR	1.4	2.6	2.9	2.7	2.4
ROE	4.3	10.1	15.9	14.6	16.6

주: K-IFRS별도 기준, 2014년부터 개별소비세 및 교육세 카지노 매출액의 3.7% 반영
자료: 파라다이스, 대신증권 리서치센터

우려와 달리 하반기 실적 서프라이즈 예상

하반기 실적 우려와
달리 실제로는
서프라이즈 예상

3Q13부터 또 한번
연결 실적 업그레이드

2012년 분기 평균 OP
160억원=> 3Q13부터
분기 OP 350억원

파라다이스 3분기 실적에 대한 우려가 높으나 실제로 3분기 영업이익은 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 4분기 영업이익은 컨센서스를 28% 상회하는 서프라이즈가 예상된다.

3분기 매출액은 컨센서스보다 7% 낮은 1,161억원을 기록할 것으로 예상되나 영업이익은 컨센서스에 부합하는 263억원(+13% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 매출액 성장이 둔화되는 이유는 단순하다. 7월 드롭액 성장이 2% YoY로 미미했고 매출액이 -11% 역성장 했기 때문이다. 드롭액은 작년 7월까지 GKL 영업 차질에 따른 반사 이익 베이스 때문에 상반기는 작년 수준만 유지해도 실제로는 성장하고 있는 것으로 분석된다. 8월부터 드롭액 성장이 다시 나올 것으로 예상된다. 7월 낮은 홀드율은 홀드율 변동성에 따른 결과로 큰 의미가 없는 것으로 판단한다. 매출액 부진에도 영업이익이 견조한 이유는 인건비 안분 때문이다. 2012년에는 약 250억원의 성과급을 1분기부터 41억원씩 반영하다가 4분기에 추가로 약 90억원을 반영했다. 분기 영업이익 변동성을 안정시키기 위해 2013년부터는 실적에 연동하여 성과급을 반영하고 있다. 상반기 실적 호조로 이미 160억원을 반영했기 때문에 하반기 성과급은 분기 50억원 내외로 반영되어 상반기보다 인건비가 오히려 하락할 것으로 예상된다.

시장의 우려와 달리 파라다이스는 드롭액 성장을 이어가고 있고 하반기 영업이익 또한 컨센서스를 상회할 것으로 추정된다.

별도기준 실적대비 파라다이스 연결기준 분기 영업이익은 약 60억원씩 더해지고 있다. 3분기 실적 발표 후 기준 실적을 연결로 변경할 예정이다. 부산 호텔과 기타 자회사 영업이익이 분기 약 60억원이다. 이번 3분기부터 인천 카지노 영업이익도 연결로 반영될 예정이다. 인천 카지노 영업이익이 분기 약 50억원 수준으로 전망되기 때문에 추가 연결 영업이익만 합산 110억원 수준으로 들어올 것으로 예상된다. 파라다이스 분기 영업이익은 2012년 평균 160억원 수준에서 이번 3분기부터는 350억원 수준으로 업그레이드 될 것으로 예상된다.

표 1. 파라다이스 실적 및 주요 지표 전망 [별도기준]

(단위: 십억원, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
전사드롭액	641	672	789	820	855	853	871	911	3,147	3,490	3,909
증가율(%)	10.4	19.9	30.3	20.6	33.4	27.0	10.4	11.1	29.7	10.9	12.0
전사홀드율	14.4	13.6	12.8	10.4	13.4	14.1	12.2	12.4	12.3	13.0	12.6
워커힐 드롭액	641	672	674	700	699	691	694	731	2,687	2,815	3,065
홀드율(%)	14.4	13.6	13.5	10.8	14.4	15.0	13.5	13.5	13.0	14.1	13.6
제주그랜드 드롭액	122	103	114	120	156	162	177	180	459	675	844
홀드율(%)	6.7	8.4	8.9	7.8	8.9	10.3	7.0	8.0	7.9	8.5	9.0
카지노테이블매출액	92.4	91.3	101.0	85.0	114.5	120.5	106.0	113.1	387	454	493
증가율(%)	11.1	24.9	39.6	-14.2	24.0	32.0	5.0	33.0	18.0	17.5	8.5
매출액(십억원)	99.5	99.5	110.2	92.6	123.0	129.5	116.1	121.4	401.8	490.0	529.7
증가율(%)	9.5	23.7	36.5	-12.8	23.6	30.2	5.4	31.1	12.2	22.0	8.1
영업이익(십억원)	24.0	21.8	23.3	-6.0	30.4	34.2	26.3	26.7	63.1	117.6	117.4
증가율(%)	11.4	61.5	498.7	TTR	26.4	57.2	12.8	TTB	24.8	86.4	-0.2
영업이익률(%)	24.2	21.9	21.1	-6.5	24.7	26.4	22.6	22.0	15.7	24.0	22.2

주: 매출액 순매출액 기준, K-IFRS 별도 기준, 3Q12부터 제주 그랜드 카지노 합병 기준, TTR 적전, TTB 흑전
자료: 파라다이스, 대신증권 리서치센터

연결 EPS로 실적 흐름을 파악하면 쉽다

2016년까지 연결EPS
평균 20% 성장 전망

연결EPS를 보면
큰 실적 흐름이 보인다

파라다이스 연결 EPS는 2016년까지 평균 20% 증가할 것으로 예상된다. 기존 사업체의 성장과 계열사 통합을 통해 꾸준한 성장이 이어지는 것이다. 2017년부터는 인천 카지노 리조트 중심으로 성장이 예상되지만 현 시점에서 2017년 인천 카지노 리조트 실적을 정확히 추정하기는 어렵다. 그러나 영업장 규모를 현재 3,300평 수준(1차 오픈 기준, 위커힐 카지노 3배 이상)으로 계획하고 있고 인천 공항과 연결되어 있어, Mass 시장도 공략 가능하기 때문에 회사에 대한 꿈을 갈게하는 대목이다. 2016년까지는 기존 사업과 계획된 통합 스토리만 가지고 투자할 가치가 충분하기 때문에 인천 카지노 리조트는 진행 사항을 관심있게 업데이트하면 될 것으로 보인다. 마카오 사례를 봤을 때 인천 리조트 카지노가 완공되면 그 잠재력은 매우 높을 것으로 기대된다.

파라다이스는 위커힐 카지노 중심으로 성장하다가 2012년부터 카지노, 호텔 계열사를 순차적으로 통합하고 있다. 2012년에 제주 그랜드 카지노 통합은 올해 제주도 카지노 시장의 폭발적 성장으로 전사 성장의 동력이 되고 있다. 2012년 통합한 부산 파라다이스 호텔도 연간 영업이익 200억원 수준을 기록하는 알짜 종속회사로 역할을 다하고 있다. 2013년 3분기부터 인천 카지노 실적이 연결로 포함될 예정이고, 2014년 부산 카지노, 2015년 제주 롯데 카지노가 통합될 예정이다. 아래 '표2' 는 지분율을 반영한 연결 이익 스케줄을 나타내고 있기 때문에 회사 연결 실적 큰 그림을 보는 데 용이할 것으로 보인다.

회사는 별도 기준 순현금 1,600억원, 부동산 3,600억원, 자사주 14.4%(약 2,900억원)을 보유하고 있다. 또한 연간 현금흐름이 약 1,000억원 수준이기 때문에 향후 계열사 통합을 위한 자금은 충분한 상황이다. 연결 기준 순현금은 3,500억원, 부동산 가치는 6,200억원이다. 여유있는 유동성을 바탕으로 2013년부터 배당성향을 과거 50% 수준으로 환원하여 주주가치를 제고할 가능성도 있다.

표 2. 파라다이스 그룹 순이익 전망, 연결 EPS 주목!

(단위: 십억원, 원)

사업장(지분율)	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
위커힐 C	40.2	51.1	55.5	99.6	101.6	127.2	140.1	140.1
제주 C1 (100%)	0.3	2.5	9.3	2012년 파라다이스에 흡수합병				
부산 H (74%)	2.2	9.4	11.7	13.5	13.7	14.5	15.4	16.3
인천 C (55%)				11.0	11.9	12.8	16.6	33.0
부산 C (100%)					20.5	22.2	23.9	25.8
제주 C2 (100%)						15.8	19.0	22.8
조정 연결순이익	40	51	73	124	148	193	215	238
연결 EPS	442	591	808	1,365	1,624	2,117	2,365	2,943
증가율(%)	28	27	44	69	19	30	12	11
목표 PER(배)	20	20	20	20	20	20	20	20
목표주가(원)	8,800	11,000	16,000	27,000	32,000	42,000	47,000	52,000

주: C는 카지노, H는 호텔. 인천C는 3Q13에 통합확정. 부산C 2014년, 롯데호텔 제주 카지노(제주 C2) 2015년 통합되는 것으로 가정
지분율만큼 순이익 반영. 조정연결순이익은 일회성 요인 제거. 제주 그랜드 카지노(제주 C1)은 2012년 3분기에 합병되어 2013년부터 위커힐 실적에 포함
2016년말 인천 리조트 카지노 오픈하는 것으로 가정. 2017년부터 서울 카지노 성장 단계적으로 정제될 것으로 예상
2014년부터 개별소비세와 교육세 합산 카지노 매출액 3.7% 과세되는 것으로 가정
자료: 파라다이스, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	358	402	490	530	593
매출원가	269	305	333	370	401
매출총이익	90	97	157	159	193
판매비와판매비	41	34	39	42	45
영업이익	49	63	118	117	148
영업외수익	13.7	15.7	24.0	22.2	24.9
EBITDA	57	70	125	125	155
영업외손익	8	14	18	21	24
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	7	5	5	4
외환손익	3	2	2	2	2
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환손실	0	0	0	0	0
기타	1	8	14	17	21
법인세비용차감전순이익	57	77	135	138	172
법인세비용	-34	-19	-33	-34	-42
계속사업순이익	23	58	102	104	130
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	58	102	104	130
당기순이익률	6.5	14.5	20.9	19.7	21.9
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	23	58	102	104	130
매도가능금융자산평가	1	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	23	55	100	102	127
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	23	55	100	102	127

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	257	641	1,126	1,149	1,430
PER	32.7	26.8	19.7	19.3	15.5
BPS	6,045	6,590	7,545	8,178	9,083
PBR	1.4	2.6	2.9	2.7	2.4
EBITDAPS	631	772	1,369	1,371	1,709
EV/EBITDA	9.5	19.9	14.9	15.1	12.2
SPS	3,339	4,418	5,388	5,824	6,523
PSR	2.1	3.9	4.6	4.2	3.8
CFPS	808	939	1,612	1,650	2,029
DPS	150	200	600	612	766

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
상장성					
매출액 증감률	16.8	12.2	22.0	8.1	12.0
영업이익 증감률	50.2	28.2	86.4	-0.2	25.9
순이익 증감률	-35.2	149.7	75.7	2.0	24.5
수익성					
ROC	12.7	32.0	62.6	68.4	97.5
ROA	7.1	8.5	14.1	12.7	14.5
ROE	4.3	10.1	15.9	14.6	16.6
안정성					
부채비율	28.9	30.1	28.8	29.5	29.8
순차입금비율	-39.4	-28.1	-23.7	-17.5	-14.6
이자보상비율	49.1	79.2	155.0	162.9	216.4

자료: 파라다이스, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	245	194	192	163	162
현금및현금성자산	159	116	108	75	63
매출채권 및 기타채권	10	14	16	17	19
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	76	65	67	71	79
비유동자산	463	585	692	800	911
유형자산	185	190	195	199	202
관계기업투자금	75	170	270	370	470
기타비유동자산	203	225	227	231	238
자산총계	709	780	884	963	1,072
유동부채	104	124	141	163	190
매입채무 및 기타채무	26	39	39	39	39
차입금	17	11	10	10	9
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	60	74	92	115	142
비유동부채	55	57	56	56	56
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	55	57	56	56	56
부채총계	159	180	198	219	246
자본자본	550	599	686	744	826
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	70	74	74	74	74
이익잉여금	474	519	605	663	745
기타자본변동	-41	-41	-41	-41	-41
비자본자본	0	0	0	0	0
자본총계	550	599	686	744	826
순차입금	-217	-169	-163	-130	-120

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	55	77	113	117	142
당기순이익	23	58	102	104	130
비현금항목의 가감	50	27	44	46	55
감가상각비	8	7	7	7	8
외환손익	0	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	42	20	36	37	45
자산부채의 증감	6	0	-6	-5	-6
기타현금흐름	-24	-8	-27	-28	-37
투자활동 현금흐름	3	-102	-108	-108	-108
투자자산	4	-116	-100	-100	-100
유형자산	-9	-11	-11	-11	-11
기타	8	25	3	3	3
재무활동 현금흐름	-21	-19	-16	-47	-48
단기차입금	-2	-7	-1	-1	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-12	-16	-47	-48
기타	1	0	0	0	0
현금의 증감	38	-43	-8	-34	-11
기초 현금	121	159	116	108	75
기말 현금	159	116	108	75	63
NOPLAT	20	47	89	89	112
FCF	18	43	85	85	109

[Compliance Notice]

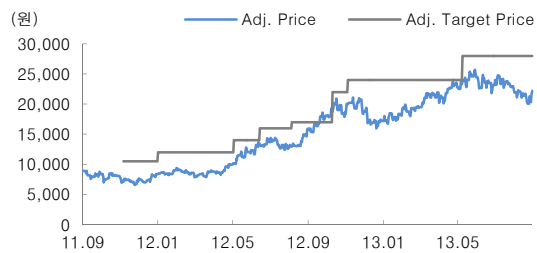
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김윤진)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

파라다이스(034230) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



재무일차	130902	130808	130806	130708	130603	130509
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	28,000	28,000	28,000	28,000	28,000
재무일차	130506	130402	130214	130106	121118	121104
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000
재무일차	121010	120805	120622	120614	120506	120503
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	22,000	17,000	16,000	16,000	14,000	14,000
재무일차	120320	120216	120101	111214	111121	111106
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	12,000	12,000	12,000	10,500	10,500	10,500

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상