

파라다이스(034230) 시티, 2019년에도 카지노 매출 30% 성장 기대

Analyst 이효진 02. 6098-6671
hyojin.lee@meritz.co.kr

Buy

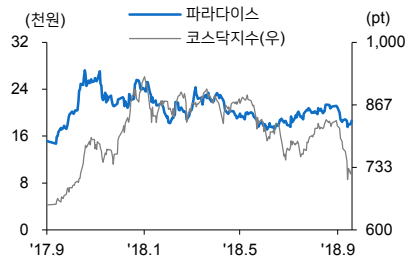
적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (11.9)	19,550원
상승여력	53.5%

KOSDAQ	687.29pt
시가총액	17,779억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	47.08%
외국인비중	4.27%
52주 최고/최저가	27,250원/17,100원
평균거래대금	182.8억원

주요주주(%)	
파라다이스글로벌 외 8 인	46.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.7	-9.9	-18.7
상대주가	15.8	11.5	-16.0

주가그래프



일본: 파친코 시장 penetration ratio 상승 및 세가사미의 영업 공조화 본격화

- 파라다이스 시티의 일본 VIP 드롭액은 2018년 9,100억원으로 YoY 82% 증가, 전사 일본 VIP 드롭액은 2조원으로 33% 증가하는 모습. 이는 일본 파친코 시장 규제 강화에 따른 풍선 효과로 해석됨
- 파친코 시장은 결국 카지노로 흡수될 수 밖에 없음. 파라다이스와 GKL의 2017년 기준 일본인 합산 드롭액은 2.6조원으로 파친코 시장이 200조원임을 고려했을 때 1.3%에 불과해 향후 상승 여력 풍부
- 세가사미는 2020년 일본 IR 계획서 제출 예정인데 어필 포인트는 파라다이스시티 운영 경험. 세가사미에게 2019년 파라다이스시티 실적이 중요한 이유이며 당사가 영업 공조화가 본격화될 것이라 판단하는 근거

중국: 2020년 전후 오픈할 대형 공항 53개에 달해 하늘길 넓어질 것

- 2019년 베이징 신공항 개장으로 1억명 추가 여객 수용 가능해져 중국 인바운드 기대감도 고조. 이를 포함하여 2020년 전후로 개장할 중국 대형 공항 수만 53개에 달해 한중 노선 확대될 것
- 국토부는 11월 내 한중 항공회담을 개최할 예정으로 물리적 접근이 전제되어야 하는 카지노 산업 특성 상 긍정적 효과 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	694.9	65.8	55.1	606	-19.8	11,481	20.0	1.1	16.6	5.3	76.2
2017	668.0	-30.0	-19.0	-208	-169.2	10,933	-107.0	2.0	96.1	-1.9	88.3
2018E	791.3	4.4	-5.2	-58	-65.1	10,718	-339.8	1.8	32.5	-0.5	93.2
2019E	947.7	12.3	-6.6	-72	-39.0	10,589	-270.1	1.8	23.6	-0.7	98.4
2020E	1,058.5	67.6	23.8	261	-562.1	10,656	74.8	1.8	15.1	2.5	91.4

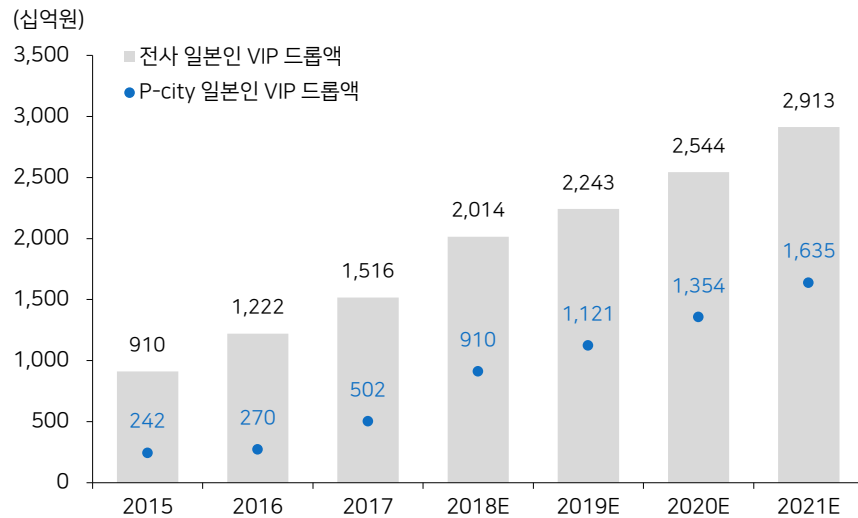
일본: 기대치를 높여도 좋다 (1)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

파친코 시장 연간 200조원인데
한국 對일본 드롭액 3조원
미만에 불과. 침투 여력 풍부

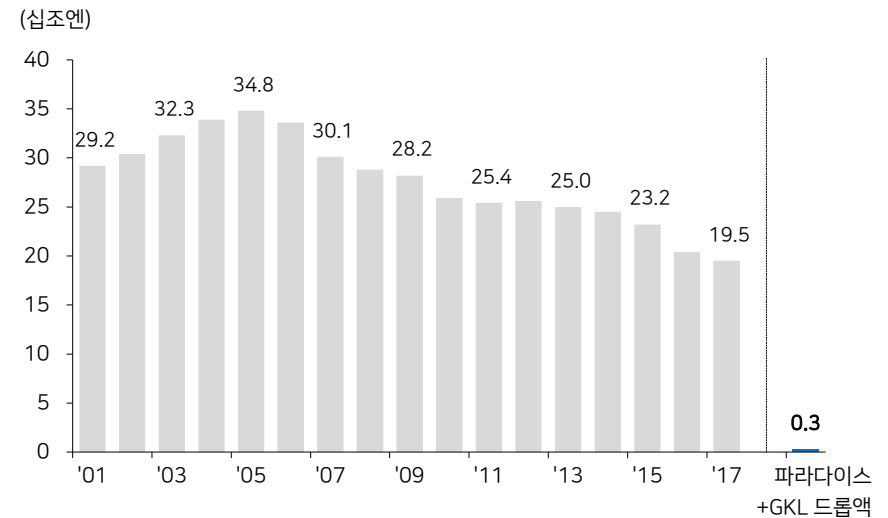
- 파라다이스 시티의 일본 VIP 드롭액은 2018년 9,100억원으로 YoY 82% 증가, 전사 일본 VIP 드롭액은 2조원으로 33% 증가하는 모습. 이는 일본 파친코 시장 규제 강화에 따른 풍선 효과로 해석됨
- 파친코 시장은 결국 카지노로 흡수될 수 밖에 없음. 파라다이스와 GKL의 2017년 기준 일본인 합산 드롭액은 2.6조원으로 파친코 시장이 200조원임을 고려했을 때 1.3%에 불과해 향후 상승 여력 풍부
- 보수적 추정으로도 일본 VIP 드롭액은 향후 3년간 연간 3천억원 내외의 성장이 가능함. 이는 파친코 시장 대체율 연간 0.13%에 해당해 실제 결과는 이를 상회할 가능성 높음

일본 VIP 드롭액, 보수적으로 산정해도 연간 3천억원 내외 성장 가능



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파친코 시장 대비 파라다이스의 GKL의 일본인 합산 드롭액 비중 2%도 안돼



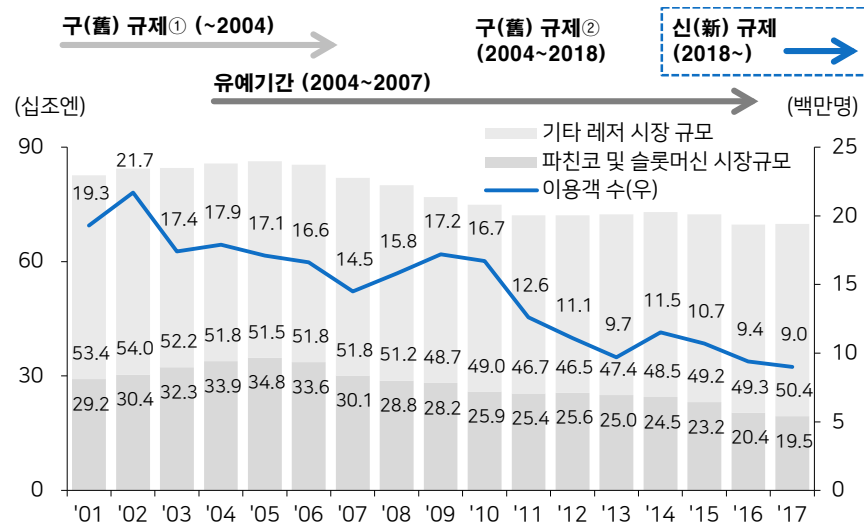
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본: 기대치를 높여도 좋다 (2)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

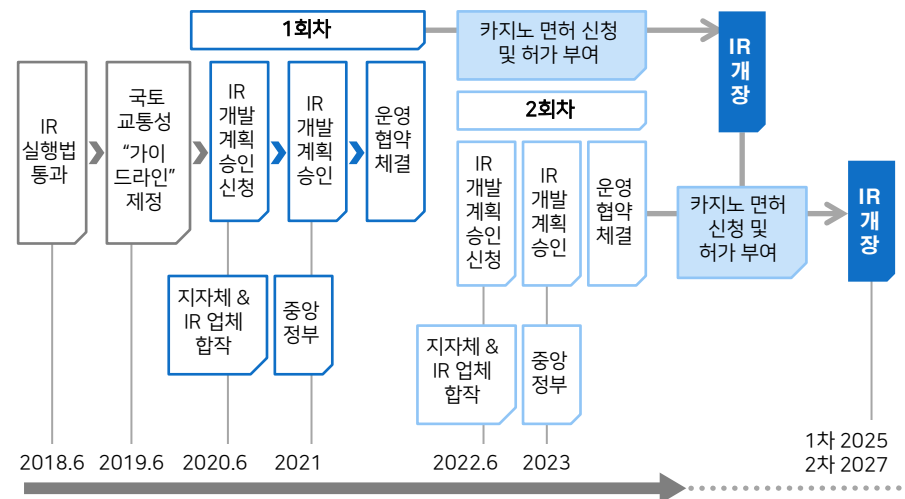
- 세가사미는 2020년 일본 IR 계획서 제출 예정
- 세가사미는 파라다이스시티의 45% 지분 보유자로 IR 어필 포인트는 파라다이스시티 운영 참여 경험임
- 이로 인해 세가사미에게 2019년 파라다이스 시티 실적의 중요성이 높을 수 밖에 없음
- 당사가 파라다이스시티 영업에 대한 세가사미의 도움이 본격화될 것이라 판단하는 근거임

일본 파친코 시장 규모 및 이용객: 2018년 新규제 적용되며 어려움 가중



자료: 일본생산업본부, SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 복합 리조트 예상 승인 절차



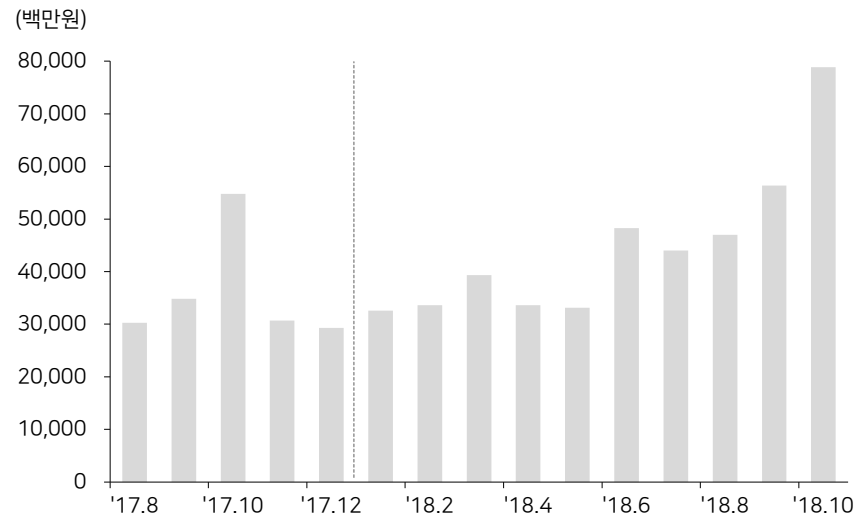
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

중국: VIP 드롭액 바닥 지나

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

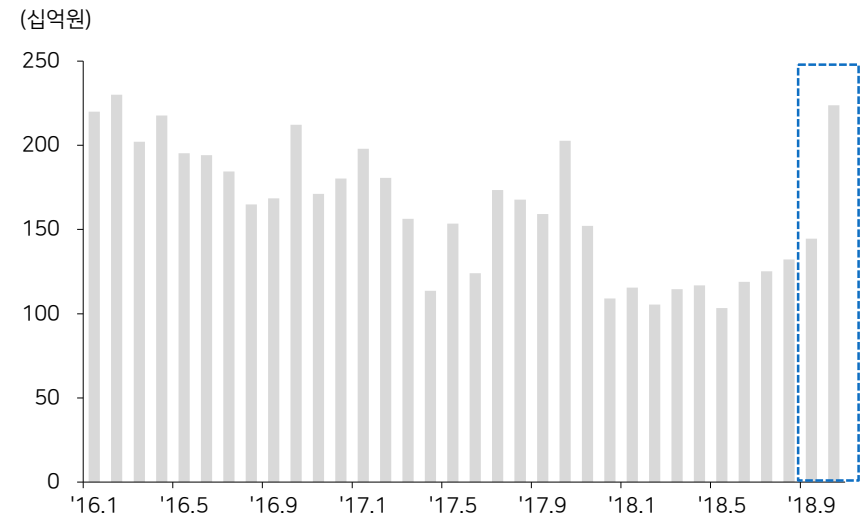
- 중국 VIP 데이터 또한 4Q17, 1Q18을 바닥으로 회복 중
- 파라다이스시티의 중국 VIP 드롭액은 2017년 말부터 2018년 초까지 월평균 300억원대 수준에 불과했으나 10월 788억원을 기록함
- 전사 10월 중국 VIP 드롭액도 2,237억원으로 전년 동기 대비 28% 성장함
- 4Q18부터 중국 VIP 드롭액은 플러스 성장 전환

파라다이스시티 중국 VIP 드롭액 월간 추이: 10월 44% 성장



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 전사 중국 VIP 드롭액 월별 트렌드: bottom-out



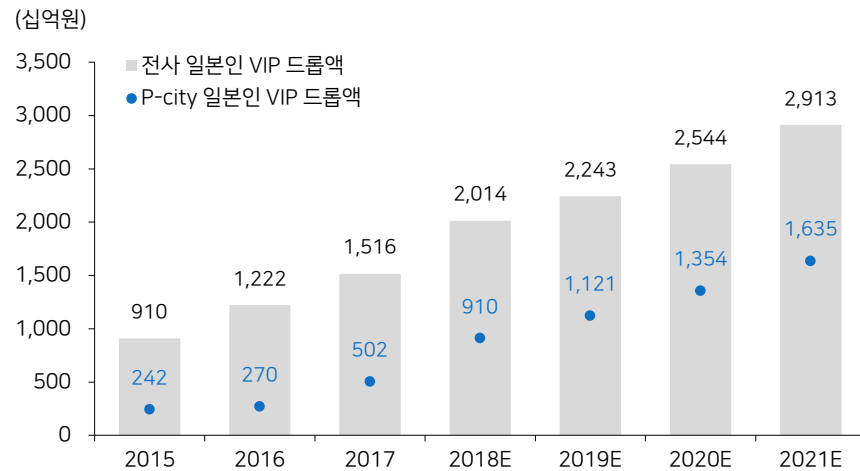
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

중국: 2020년 전후 오픈할 대형 공항 53개에 달해 하늘길 넓어질 것

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- VIP를 포함한 對중국 영업 상황은 향후 개선될 전망
- '2016~2020 민수용 공항 개발 계획'에 따르면 중국 대형공항은 2015년 207개에서 2020년 260개로 증가
- 프로젝트의 일환으로 2019년 6월 베이징 신공항이 개장 예정. 신공항은 연간 1억명 수용이 가능한 규모로 인천과 2시간 거리라는 점이 인바운드 기대감을 높임
- 중국 측 요청에 따라 국토부는 한중 항공회담을 개최할 예정
- 카지노는 산업의 특성 상 물리적 접근이 전제되어야 함. 특히 중국 동북부가 외인 카지노 업체들의 주요 영업지인 점을 감안했을 때 넓어진 중국 하늘길은 영업 환경 개선을 의미할 것

중국 VIP 드롭액, 1Q18 바닥으로 성장



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

한국은 중국 본토인이 많이 찾는 해외 국가 4위

순위	국가	순위	국가
1	홍콩 	6	한국 
2	마카오 	7	싱가포르 
3	태국 	8	말레이시아 
4	일본 	9	대만 
5	베트남 	10	미국 

주: 중국 본토인이 가장 많이 찾은 나라 10곳 순위
자료: COTRI, 메리츠증권증권 리서치센터

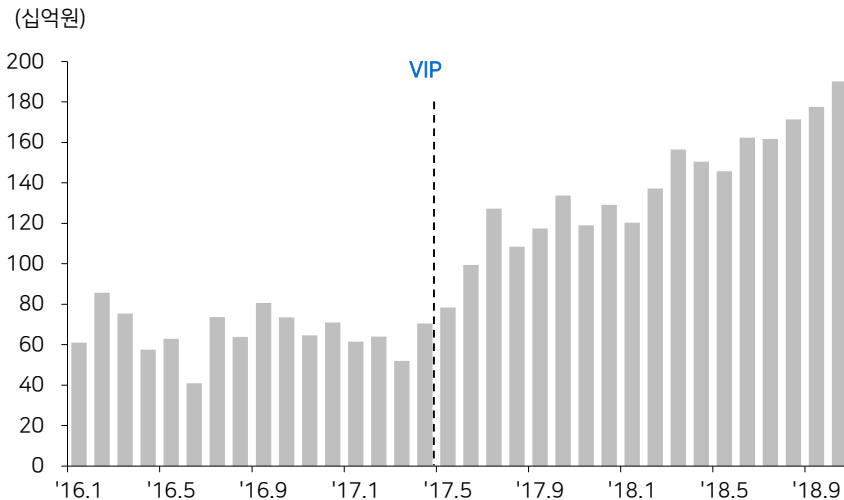
파라다이스 시티, 월평균 카지노 매출 300억원이면 BEP

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

1-2차 포함한 BEP 수준 매출,
이미 10월 근접한 수치 기록

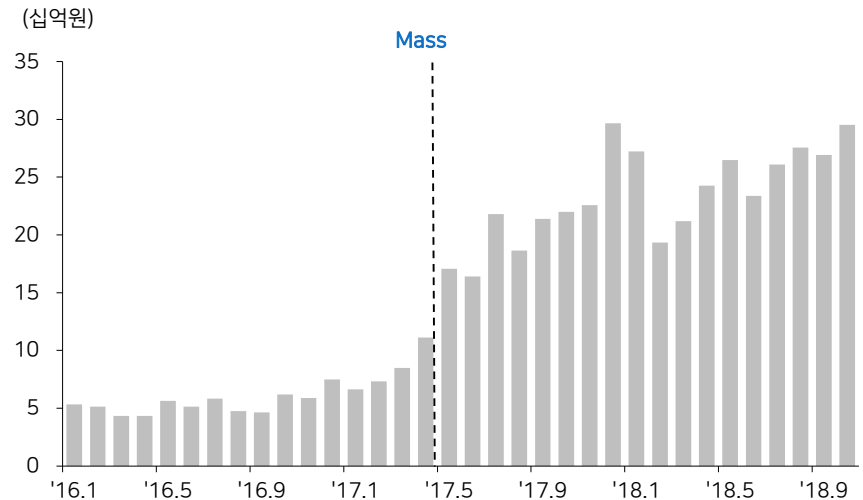
- 지난 9월 오픈한 1-2차 시설을 포함한 파라다이스시티의 월평균 카지노 매출 BEP는 300억원 추정
- 이는 호텔에서의 영업이익 기여가 없다는 전제 하의 수치로 실제로는 이를 소폭 하회함
- 10월 파라다이스시티의 카지노 매출은 260억원으로 BEP에 근접한 실적을 기록함
- 2019년 하반기부터 BEP 넘어설 것

P-city VIP 드롭액, 오픈 이후 3배 이상 성장



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

P-city Mass 드롭액: 1-2차 ramp-up으로 Mass 한 단계 더 성장 기대



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
1. 서울 워커힐	드롭액	2,335.3	2,445.9	2,295.5	2,469.5	2,726.5	2,975.2	3,265.6
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	7.6	10.4	9.1	9.8
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	2,005.4	2,261.8	2,510.7	2,801.2
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	600.7	734.5	805.7	885.9
	일본인	527.8	630.8	653.0	742.2	774.7	851.3	946.1
	매출액	350.6	350.3	271.5	294.7	343.5	367.3	395.1
2. 제주그랜드	% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	8.6	16.5	6.9	7.6
	드롭액	586.3	569.3	398.2	226.3	234.9	230.6	227.4
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.2	3.8	-1.8	-1.4
	매출액	49.5	55.2	32.6	23.9	24.5	24.1	23.8
3. 파라다이스 시티 (인천)	% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-26.6	2.4	-1.6	-1.2
	드롭액	1,016.7	875.2	1,363.9	2,265.6	2,910.2	3,423.0	3,953.0
	% YoY	-15.4	-13.9	55.8	66.1	28.5	17.6	15.5
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	1,940.0	2,461.8	2,877.3	3,334.7
	중국인	634.5	450.8	409.8	522.8	696.3	781.9	860.0
	일본인	241.7	270.4	502.4	910.0	1,121.0	1,354.4	1,635.5
4. 부산 (3Q15부터)	매출액	95.2	95.9	197.3	252.4	326.8	387.4	443.5
	% YoY	-12.4	0.8	105.8	27.9	29.5	18.6	14.5
	드롭액	743.7	941.2	1,017.1	797.3	834.0	871.8	914.1
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-21.6	4.6	4.5	4.9
<연결법인 실적>	매출액	71.4	99.4	71.0	71.9	78.8	84.1	89.7
	% YoY	-7.8	39.3	-28.6	1.4	9.6	6.7	6.6
	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,074.7	5,758.7	6,705.6	7,500.7	8,360.1
	% YoY	-18.1	11.3	5.0	13.5	16.4	11.9	11.5
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.6	4,817.2	5,628.7	6,314.0	7,086.9
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.8	1,539.6	1,885.4	2,065.0	2,248.7
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.5	2,013.9	2,243.0	2,544.4	2,912.8
	매출액	528.4	600.9	553.9	643.0	773.5	862.9	952.0
	% YoY	-10.1	13.7	-7.8	16.1	20.3	11.6	10.3

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔
자료: 파라다이스, 메리츠증권리서치센터

파라다이스 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

파라다이스 분기 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	142.4	139.9	196.1	189.6	179.5	181.1	210.5	220.3	222.3	220.6	247.5	257.2
카지노	124.6	114.9	155.6	156.2	148.7	147.8	164.7	179.7	185.9	180.9	195.5	211.3
호텔	13.3	21.1	34.6	29.7	26.8	30.3	39.3	34.8	29.5	32.6	42.8	35.7
기타	4.5	3.9	5.9	3.7	4.4	3.9	6.4	5.7	6.9	7.2	9.2	10.2
매출원가	124.5	132.4	163.6	177.6	159.2	161.7	180.3	205.9	202.9	202.7	219.5	220.6
매출총이익	18.0	7.5	32.5	12.1	20.3	19.4	30.2	14.4	19.4	18.0	28.0	36.6
판관비	25.7	34.8	22.3	17.6	15.5	19.5	19.4	25.5	20.2	21.3	20.9	27.3
영업이익	-7.7	-27.3	10.2	-5.5	4.8	-0.1	10.8	-11.1	-0.8	-3.3	7.1	9.3
세전이익	7.9	-27.7	2.9	-6.3	0.0	-4.6	6.8	-20.1	-7.2	-9.1	1.6	3.8
순이익	8.1	-19.5	4.2	-11.8	3.1	-1.7	4.7	-11.3	-3.2	-4.7	1.0	0.3
% YoY Growth												
매출액	-9.3	-26.0	11.9	9.2	26.0	29.4	7.3	16.2	23.9	21.8	17.6	16.8
영업이익	적전	적전	-7.2	적전	흑전	적지	6.4	적지	적전	적지	-34.2	흑전
순이익	-44.7	적전	-56.1	적전	-61.6	적지	11.6	적지	적전	적지	-77.9	흑전
Margin (%)												
GPM	12.6	5.4	16.6	6.4	11.3	10.7	14.4	6.5	8.7	8.1	11.3	14.2
OPM	-5.4	-19.5	5.2	-2.9	2.7	0.0	5.1	-5.1	-0.4	-1.5	2.9	3.6
NPM	5.7	-13.9	2.2	-6.2	1.7	-0.9	2.2	-5.1	-1.4	-2.1	0.4	0.1

자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 시티 실적 추정

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
전체 매출액	137.7	304.6	402.2	482.0	549.2
카지노 매출	119.3	252.4	326.8	387.4	443.5
드롭액	871.0	2,266	2,910	3,423	3,953
호텔 매출	20.6	50.4	58.4	64.3	67.5
기타 매출		2.4	16.9	30.3	38.3
영업이익	-2.1	-8.8	-1.4	51.0	83.7
영업이익률(%)	-1.0	-2.9	-0.3	10.6	15.2
감가상각비	17.8	39.8	59.2	60.2	60.2
EBITDA	15.8	30.9	57.8	111.2	143.9

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

자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	694.9	668.0	791.3	947.7	1,058.5
매출액증가율 (%)	12.9	-3.9	18.5	19.8	11.7
매출원가	556.4	597.7	707.0	845.7	894.1
매출총이익	138.4	70.3	84.3	102.0	164.5
판매관리비	72.7	100.3	79.9	89.7	96.9
영업이익	65.8	-30.0	4.4	12.3	67.6
영업이익률	9.5	-4.5	0.6	1.3	6.4
금융손익	6.0	-19.0	-27.4	-32.2	-29.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.9	0.0	0.0
기타영업외손익	3.7	15.4	5.9	9.0	12.4
세전계속사업이익	75.5	-33.5	-18.0	-10.9	50.5
법인세비용	17.8	6.3	-4.1	-2.5	11.4
당기순이익	57.6	-39.9	-13.9	-8.5	39.2
지배주주지분 순이익	55.1	-19.0	-5.2	-6.6	23.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	492.0	344.7	306.6	396.3	423.6
현금및현금성자산	182.3	172.0	106.1	162.1	165.2
매출채권	19.0	12.7	14.8	17.3	19.0
재고자산	2.4	5.4	6.2	7.3	8.0
비유동자산	1,816.0	2,090.7	2,218.1	2,163.6	2,104.6
유형자산	1,337.0	1,624.2	1,755.5	1,703.5	1,648.5
무형자산	285.1	289.6	281.2	272.2	263.5
투자자산	43.5	33.3	38.7	45.2	49.9
자산총계	2,308.0	2,435.3	2,524.7	2,559.9	2,528.2
유동부채	290.0	252.6	306.3	345.4	373.5
매입채무	1.7	2.6	3.0	3.5	3.8
단기차입금	59.6	43.8	67.8	67.8	67.8
유동성장기부채	10.8	8.2	5.4	5.4	5.4
비유동부채	708.4	889.4	911.3	924.5	833.9
사채	0.0	99.8	99.8	99.8	99.8
장기차입금	636.5	721.8	731.9	731.9	631.9
부채총계	998.4	1,142.0	1,217.6	1,269.8	1,207.4
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
기타포괄이익누계액	1.3	-1.8	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	727.0	680.1	660.1	648.5	654.5
비지배주주지분	265.6	299.1	332.4	327.1	351.7
자본총계	1,309.7	1,293.3	1,307.1	1,290.1	1,320.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	112.2	4.0	108.1	152.4	189.7
당기순이익(손실)	57.6	-39.9	-13.9	-8.5	39.2
유형자산상각비	25.7	51.5	71.4	92.0	95.0
무형자산상각비	6.7	8.7	9.2	9.0	8.7
운전자본의 증감	-0.6	-36.6	21.1	43.5	31.3
투자활동 현금흐름	-499.1	-207.5	-239.0	-87.8	-78.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-489.8	-357.3	-197.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	6.4	8.9	-5.4	-6.5	-4.7
재무활동 현금흐름	230.2	193.6	64.6	-8.5	-108.5
차입금의 증감	266.9	163.8	32.3	0.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-156.5	-10.3	-65.9	56.1	3.0
기초현금	338.8	182.3	172.0	106.1	162.1
기말현금	182.3	172.0	106.1	162.1	165.2
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	7,641	7,346	8,702	10,421	11,640
EPS(지배주주)	606	-208	-58	-72	261
CFPS	1,315	800	1,110	1,358	2,034
EBITDAPS	1,080	332	935	1,245	1,883
BPS	11,481	10,933	10,718	10,589	10,656
DPS	300	100	100	100	100
배당수익률(%)	2.5	0.4	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	20.0	-107.0	-339.8	-270.1	74.8
PCR	9.2	27.9	17.6	14.4	9.6
PSR	1.6	3.0	2.2	1.9	1.7
PBR	1.1	2.0	1.8	1.8	1.8
EBITDA	98.2	30.2	85.0	113.3	171.3
EV/EBITDA	16.6	96.1	32.5	23.6	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	-1.9	-0.5	-0.7	2.5
EBITDA 이익률	14.1	4.5	10.7	12.0	16.2
부채비율	76.2	88.3	93.2	98.4	91.4
금융비용부담률	0.5	3.8	4.2	3.8	3.2
이자보상배율(x)	18.7	-1.2	0.1	0.3	2.0
매출채권회전율(x)	32.0	42.2	57.6	59.2	58.3
재고자산회전율(x)	272.3	171.8	136.3	140.1	138.1