파라다이스의 올인: '파라다이스 시티'

파라다이스 (034230 KQ)

호텔/레저

Analyst: 손승현
shson@leading.co.kr
822-2009-7168

LEADING

목차

내용 페이지

Summary..... 2

투자포인트 1: New Player 의 한국 시장 진출은 오히려 기회..... 3
(1) Macau Case Study 를 통해 파라다이스의 미래를 보자
A. 인천 영종도 '파라다이스 시티'에 경영 역량 집중
(2) 외국자본의 국내 진출
A. OUE Limited, Lippo Ltd. Caesars Ent. Corp (인천)
B. Genting Singapore, Landing Int'l Development (제주도)

투자포인트 2: 파라다이스의 일본 진출 가능성을 보자..... 6
(1) 일본 카지노 시장 개방
A. 일본 카지노 시장 규모
B. Sega Sammy Holding 과 파라다이스세가사미 JV 설립
C. 인천 영종도 '파라다이스시티' 전망 및 투자 계획

투자포인트 3: 외국인 관광객은 지속 증가 예정..... 8
(1) 일본인 여행객 감소
(2) 중국인 여행객 증가: 중국인 방문객 천만명 시대
A. 정부정책
B. 마카오 카지노 규제
C. 지리적 이점
(3) 일본인, 중국인 외 여행객 지속 증가 추세

투자포인트 4: 마카오 vs. 파라다이스 테이블당 매출 괴리..... 14
(1) 중국인의 높은 파라다이스 입장률
(2) 마카오 카지노와 파라다이스의 테이블당 매출 괴리
(3) 카지노 테이블 전망

파라다이스 카지노 통합 계획 및 밸류에이션..... 16

LEADING

Company Report

파라다이스 (034230 KQ)

2014년 7월 14일

Key issues…

- ✓ 마카오 사례처럼 파라다이스의 카지노-복합리조트 사업 모델 도입은 큰 전환점이 될 것!
- ✓ 세가사미홀딩스와 파트너쉽의 의미: 일본 진출 가능성을 보자!
- ✓ 높은 중국인 관광객의 증가, 마카오의 카지노 규제는 파라다이스에게 큰 기회!

파라다이스의 올인: '파라다이스 시티'

투자의견 매수, 목표주가 47,500원

자사주 처분예정금액을 반영한 2014F EV/EBITDA는 18.5배이다. 유입되는 현금 약 2,857억 중 2,819억은 부산카지노 및 제주 롯데 인수 자금에 사용된다 가정 시 수정 2014F EV/EBITDA 17.3배이다. (EBITDA에 부산카지노, 제주 롯데의 2014F EBITDA 반영) Target EV/EBITDA는 파라다이스의 2014F~2016F 예상 매출 성장률이 비슷한 Galaxy Ent. Group, Sands China의 평균 EV/EBITDA인 20배에 20% 프리미엄을 부여한EV/EBITDA 24배를 인수 전 EV 및 2014F EBITDA에 적용하였다. 프리미엄 20% 적용 이유는 2017년 이후 Galaxy Ent. 와 Sands China와 차별화 되는 성장률 전망에 있다. 2017년 1차 완공이 예상되는 '파라다이스시티'의 카지노 매출 기여가 연간 4천억 규모로 예상된다.

마카오 사례처럼 카지노-복합리조트 사업 모델 전환은 큰 기회

과거 마카오 사례처럼 카지노-복합리조트 사업 모델 전환은 파라다이스에게 있어 큰 기회이다. 최근 파라다이스는 파르나스 호텔 본 입찰에 참여 계획을 철회하면서며 파라다이스세가사미의 '파라다이스 시티'에 경영역량을 집중할 계획이라고 발표했다. 파라다이스글로벌, 파라다이스, 및 JV 파트너쉽을 체결한 세가사미홀딩스의 풍부한 현금 동원력, 창출력을 고려 시 '파라다이스 시티' 투자 계획은 차질 없이 진행될 것으로 전망한다.

외국인(중국인) 관광객의 증가 및 마카오의 카지노 규제를 보자

중국인 방문객의 경우 2014년 상반기에만 yoy +57% 증가하는 등 향후 정부의 우호적인 비자 정책, 지리적 이점의 수혜로 2020년 중국인 방문객 천만명 시대가 열릴 것으로 전망한다. 또한 최근 중국 정부의 마카오 카지노 규제는 한국 시장 대비 마카오의 36배에 달하는 카지노 시장 규모 고려 시 한국 카지노 시장에 큰 호재로 작용할 수 있다고 본다.

중국인의 관광객의 입장률은 일본인의 2배, 드롭액은 일본인의 3배

관광객의 파라다이스 입장률은 중국인이=11.1%, 일본인이=5.2%, 중국인 VIP 드롭액=4.4천만원, 일본인 VIP 드롭액=1.5천만원 고려 시 파라다이스의 매출 증가는 관광 산업 성장률을 상회할 전망이다. 무엇보다 마카오 카지노와 파라다이스 테이블당 매출 괴리(159% 괴리, Emperor Entertainment Hotel 기준)가 존재하는 만큼 향후 중국의 외화 반출 관련법 완화 시 파라다이스의 테이블당 매출 성장률은 지속적으로 증가할 전망이다.

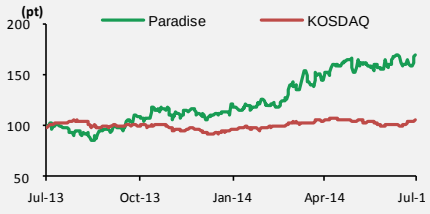
BUY(Initiate)

목표주가	47,500 원
현재주가	37,600 원
목표수익률	26.3%

Key Data	2014 년 7 월 11 일
산업분류	호텔 및 레저
시가총액 (십억원)	3,419.4
발행주식수 (백만주)	90.0
외국인 지분율 (%)	20.1
52 주 고가 (원)	39,700
저가 (원)	20,050
60 일 일평균거래대금 (십억원)	17.5
주요주주	(%)
파라다이스글로벌외 15인	47.40
파라다이스 자사주	6.0
KOSDAQ	556.58

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	1.6	35.0	61.0
상대주가	(2.8)	25.9	55.5

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst (호텔/레저)

손승현

shson@leading.co.kr

+822-2009-7168

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	374.0	16.2	50.9	13.6	32.5	358	(14.4)	23.5	9.0	5.9	1.4
2012	518.5	38.6	89.8	17.3	79.8	822	129.4	20.9	12.9	12.5	2.5
2013	639.4	23.3	134.4	21.0	107.7	1,113	35.4	23.8	14.1	14.8	3.3
2014F	748.9	17.1	143.1	19.1	139.4	1,429	28.4	26.3	18.8	16.7	4.1
2015F	908.1	21.2	171.3	18.9	144.6	1,486	4.0	25.3	15.4	15.3	3.7

Summary

투자의견 매수, 목표주가 47,500원으로 커버리지 개시

2014.7.10 공시 된 자사주 처분예정금액을 반영한 2014F EV/EBITDA 18.5 배이다. 유입되는 현금 약 2,857 억원 중 2,819 억원은 부산카지노 및 제주 롯데 인수 자금에 사용된다 가정 시 수정 2014F EV/EBITDA 17.3 배이다. (EBITDA 에 부산카지노, 제주 롯데의 2014F EBITDA 반영) Target EV/EBITDA 는 파라다이스의 2014F~2016F 예상 매출 성장률이 비슷한 Galaxy Ent. Group, Sands China 의 평균 EV/EBITDA 인 20 배에 20% 프리미엄을 부여한 EV/EBITDA 24 배를 인수 전 EV 및 2014F EBITDA 에 적용하였다. 프리미엄 20% 적용 이유는 2017 년 이후 Galaxy Ent. Group 과 Sands China 와 차별화 되는 성장률 전망에 있다. 2017 년 1 차 완공이 예상되는 '파라다이스시티'의 매출 기여가 연간 4 천억 규모로 예상된다. (근거: 테이블 140 개 x 일매출 8.3 백만원 x365 일=4 천억원) 파라다이스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 47,500 원으로 커버리지를 개시한다.

과거 마카오 사례를 봐도 카지노 시장 플레이어 증가는 기존 플레이어에게도 윈-윈

과거 마카오 사례를 봐도 카지노 시장 플레이어 증가는 기존 플레이어에게도 윈-윈 사례가 될 수 있음을 보여줬다. 특히, 마카오의 경우 기존 단순 카지노 사업 모델에서 카지노-복합리조트 사업 모델로 전환하면서 대성공을 거둔 만큼 파라다이스의 인천 영종도 카지노-복합리조트 사업 진출은 의미가 크다고 생각된다. 최근 파라다이스는 파르나스 호텔 본입찰에 참여하지 않으며 파라다이스세가사미의 '파라다이스 시티'에 경영역량을 집중할 계획이라고 발표했다. 파라다이스글로벌, 파라다이스, 및 JV 파트너쉽을 체결한 세가사미홀딩스의 풍부한 현금 동원력, 창출력을 고려 시 '파라다이스 시티' 투자 계획은 차질 없이 진행될 것으로 전망한다.

일본 카지노 법 통과 시 세가사미홀딩스와 카지노 전문성을 겸비한 파라다이스의 일본 카지노 시장공동 진출 가능성도 있음

아베노믹스의 3 번째 화살은 일본 카지노 시장 개방을 통한 경제 부양이다. 이에 따라 일본 카지노 법 통과 시 세가사미홀딩스와 카지노 전문성을 겸비한 파라다이스의 공동 진출 가능성도 있다 생각한다. 2012 년 기준 일본 빠찡코, 경마, 경륜 시장 규모는 매출 기준 US$ 193bn 으로 일본의 잠재 카지노 시장 규모는 마카오 시장규모인 US$45bn 에 버금갈 것으로 전망한다.

지리학적, 정책적, 마카오 규제에 의한 중국인 방문객의 폭발적 성장 기대

2009 년을 기점으로 외국인 여행객은 매년 +10% 이상 성장세를 유지하고 있으나 일본 엔화 약세로 인해 2013 년을 시작으로 일본 방문객은 감소 추세이다. 하지만 중국인 방문객의 경우 2014 년 상반기에만 yoy +57% 증가하는 등 향후 한국 정부의 우호적인 비자/영주권 정책, 지리적 이점의 수혜로 2020 년 중국인 방문객 천만명 시대가 열릴 것으로 전망한다. 또한 최근 중국 정부의 마카오 카지노 규제는 한국 시장 대비 마카오의 36 배에 달하는 카지노 시장 규모 고려 시 한국 카지노 시장에 큰 호재로 작용할 수 있다고 본다.

중국인의 높은 파라다이스 입장률, 높은 드롭액, 마카오 대비 낮은 테이블당 매출액은 파라다이스의 높은 잠재 매출 성장성을 제시

관광객의 파라다이스 입장률은 중국인이 11.1%, 일본인이 5.2%로 중국인 여행객 증가는 감소하는 일본인 방문객을 상쇄할 수 있을 것으로 기대한다. (입장률 계산 시 입장객은 Recount 가 됨으로 Upward Bias 가 존재) 방문 외 중국인 VIP 의 일본인 VIP 대비 상대적으로 높은 드롭액 차이 (4.4 천만원 vs. 1.5 천만원) 고려 시 파라다이스의 매출 증가는 관광 산업 성장률을 상회할 전망이다. 무엇보다 마카오 카지노와 파라다이스 테이블당 매출 괴리(159% 괴리, Emperor Entertainment Hotel 기준)가 존재하는 만큼 향후 중국의 외화 반출 관련법 완화 시 파라다이스의 테이블당 매출 성장률은 지속적으로 증가할 전망이다.

투자포인트 1: New Player 의 한국 시장 진출은 오히려 기회!

(1) Macau Case Study 를 통해 파라다이스의 미래를 보자

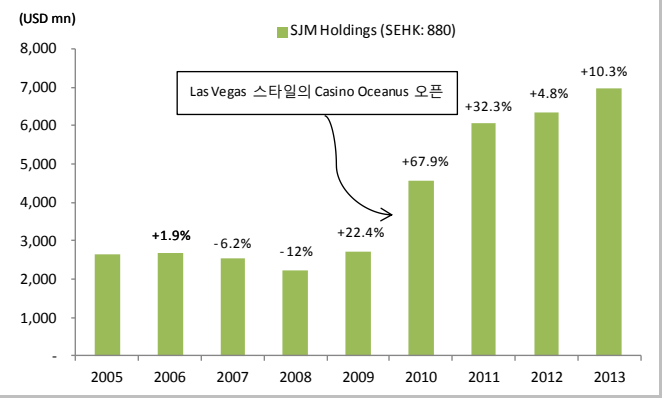
신규 플레이어의 한국 시장 진출은 파라다이스에게 기회!

마카오의 경우 2002 년 SJM Holdings Ltd.가 지니고 있던 독점적 카지노 라이선스가 만료되면서 신규 6 개의 카지노 라이선스가 (1) SJM(Sociedade de Jogos de Macau), (2) Wynn Resorts, (3) Las Vegas Sands, (4) Galaxy Entertainment Group, (5) MGM Mirage & Pansy Ho Chiu-king 파트너쉽, (6) Melco & PBL 파트너쉽에 승인됐다.

SJM 외 5 개의 신규 플레이어가 마카오 카지노 시장에 진출하면서 SJM 의 중장기적 실적 악화에 대한 우려가 컸다. 실제 SJM 실적은 2005 년~2008 년 침체기를 맞이하였지만 2009 년 라스베가스식 카지노 Oceanus 를 오픈 하면서 2009 년~2013 년 두 자릿수 성장을 거듭하고 있다. 결론적으로 많은 투자자의 예상과는 달리 카지노 시장 전체 파이의 가파른 증가는 카지노 시장의 Cannibalism 이 아닌 SJM 매출 증가로 이어졌다. 물론 중국 경제의 고성장이 전체 파이 성장에 큰 기여를 한 것은 분명하나 **마카오가 기존 카지노 도시에서 벗어나 라스베가스식 종합 엔터테인먼트-쇼핑-카지노 비즈니스 모델을 채택함에 따라 아시아 대표 엔터테인먼트 도시로 거듭날 수 있었다.**

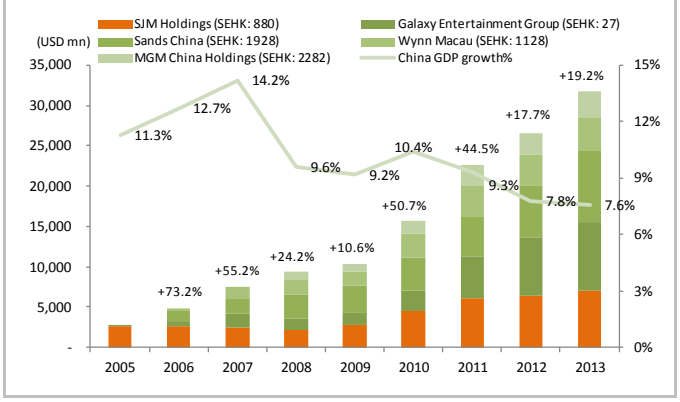
2005 년~2013 년 SJM 매출 CAGR 12.9%, 2009 년~2013 년 SJM 매출 CAGR 26.5%, TOP 5 카지노 기업 매출 CAGR 35.5%으로 중국 GDP 성장률을 크게 상회함을 볼 수 있다.

Exhibit 1. SJM Holdings 매출 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. 마카오 카지노 기업 매출 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. SJM 의 카지노-복합리조트 (Oceanus)

Source: Company Website, Leading Research Center

Exhibit 4. 2017 년 예정된 SJM 의 카지노-복합리조트

Source: Company Website, Leading Research Center

a. 인천 영종도 '파라다이스 시티'에 경영 역량 집중

외국 자본의 예정된 타 복합리조트-카지노와는 달리 파라다이스 시티의 투자 계획은 차질 없이 진행될 것!

2014.6.10 파라다이스는 파르나스호텔 본입찰 적격자로 선정되면서 일부에서 인수 자금 조달에 대한 우려가 많은 상황이었다. 2014.7.17 공시를 통해 파르나스 호텔 본입찰에 참여하지 않으며 현재 추진 중인 '파라다이스 시티' 사업에 경영 역량을 집중할 계획이라고 발표했다. 1Q14 연결 기준, 파라다이스의 자본총계는 9,143 억원, 현금성 자산 3,804 억원으로 (개별기준 자본총계 6,830 억원, 현금성자산 2,595 억원) 이자보상배율(EBITDA/Interest Exp.) 4 배를 캡으로 설정 시 추가로 5,800 억원 규모의 현금을 동원할 수 있다고 추정된다. 추가로 파라다이스 모회사인 파라다이스글로벌의 현금성자산 1,974 억원 ('13 기준) 고려 시 9 천억 가량의 현금(파라다이스세가사미 현금 제외)은 부담 없이 동원 가능하다고 판단된다. 특히, 파라다이스는 최근 자사주 75 만주 매각을 통해 추가로 2,819 억원에 달하는 현금을 보유하게 되었으며 매각 후에도 자사주 54 만주 가량을 보유하고 있으며 (주가 37,600 원 자사주 가치 2,034 억원)에 달하는 만큼 파라다이스의 현금 동원력은 매우 우수하다 판단된다. **따라서 향후 '파라다이스 시티' 투자 계획은 차질 없이 진행될 것으로 전망한다.**

(2) 외국 자본의 국내 진출

a. OUE Limited (SGX: LJ3), Lippo Ltd (SEHK: 226), Caesars Ent. Corp. (CZR)

리포-시저 컨소시엄의 영종도 카지노 설립 가능성은 높으나 향후 시저의 부실한 재무가 변수!

중국계 인도네시아 재벌 Riady 는 계열회사인 OUE Ltd 와 Lippo Ltd. 로 구성된 컨소시엄에 미국 카지노 전문기업인 Caesars Ent.를 합류시켜 한국 카지노 시장에 대한 강한 의지를 보이고 있다. OUE 의 경우 싱가포르 및 말레이시아에서 5 성급 호텔, 리조트, 비즈니스 호텔, 백화점, 오피스 빌딩 등을 관리 및 보유하고 있다. Lippo Ltd.는 OUE Ltd 를 68% 보유하고 있는 홀딩회사 성격으로 금융, 병원, 슈퍼마켓 등 다양한 사업을 진행 하고 있다. Caesars Ent. Corp 의 경우 2011 년 이후 적자에 허덕이고 있는 상황이며 향후 이자를 지급할 능력 또한 의문인 상황이다. (TTM 1Q14 EBITDA/Int.Exp=0.7x, Net Debt/EBITDA=11.5x). 반면 Lippo 와 OUE 의 자금 동원력은 상대적으로 우수한 상황이다. (Lippo 의 Debt/Equity=19.7%, 현금성 자산=USD 320.8mn, OUE 의 Debt/Equity=57.6%, 현금성 자산=USD 709.7mn) 실제 리포&시저스 컨소시엄은 2014.03.18 사전심사 승인을 받았음에도 불구하고 납부기한 보다 늦은 2014.07.04 에 토지비의 10%인 이행보증금 약 100 억원을 납부했다. **2015 년 3 월 토지비의 10%인 100 원 가량을 추가 납부하고 2015 년 9 월 잔금 80%를 납부하면 2015 년 하반기 착공이 가능해 2018 년 상반기 1 차 오픈이 가능할 전망이다. OUE/Lippo Group 의 복합 리조트/호텔/백화점 운영 경험과 시저스의 카지노 운영 전문성의 만남은 Win-Win 이라고 판단되는 만큼 인천 영종도 진출 가능성은 높은 상황이나 향후 시저의 부실한 재무가 변수이다.**

Exhibit 5. Lippo 의 인도네시아 백화점

Source: Company Website, Leading Research Center

Exhibit 6. Caesars 의 미국 카지노

Source: Company Website, Leading Research Center

b. Genting Singapore (SGX: G13), Landing Int'l Development (SEHK: 582)

젠팅의 제주도 복합리조트 설립은 정치적 변수가 존재

Genting Singapore 는 싱가포르 산토사에서 'Resorts World Sentosa' 복합리조트/카지노 및 호주, 바하마, 말레이시아, 영국, 필리핀 등에서 리조트 사업을 영위 하고 있다. 이러한 리조트/카지노 운영 경험을 바탕으로 홍콩계 Landing Int'l Development 과 합작사 형태로 제주도에 2.4 조원을 투자해 복합리조트/카지노를 2017 년 개장할 예정이다. 하지만 최근 2014.6.24 예정되어 있던 복합리조트 개관식에 앞선 2014.6.19 에 관계자들에게 이메일을 통해 개관식을 2014 년도 하반기로 미룬다고 통보한 상황이다. 젠팅 싱가포르 관계자에 따르면 제주도의 제주특별자치도지사 새 당선자인 원희룡 도지사에게 복합리조트 관련 사업 계획을 브리핑 한 후 계획을 진행할 예정이라고 밝혔다.

젠팅은 한국 외 일본 카지노 시장 진출도 염두하고 있다. 최근 2014.6.2 Genting Singapore 는 일본에 리조트 사업을 목적으로 하는 100% 자회사를 설립했다. 말레이시아 신문인 'The Star'는 젠팅이 일본의 카지노 라이선스 입찰에 참여 할 예정이라 전했다.

1Q14, 젠팅은 현재 현금성 자산으로 USD 3.7bn 보유 중이며 (차입금 USD 1.6bn 규모) 2014F 당기순이익은 US$ 558 mn 으로 현금창출력 및 현금동원력이 뛰어난 만큼 OUE/Lippo/Caesars 컨소시엄보다 현실적으로 한국/일본 진출 가능성이 크다. 하지만 제주신공항 건설 없이는 젠팅 컨소시엄의 성공은 어려울 전망이다. 현재 제주공항의 지연운항률은 작년 동기대비 91.3% 증가했으며 (4.2%→7.4%) 실제 제주공항 이착륙 항공기 수는 5 년새 31.3% 증가했다. 특히, 여름 성수기에 제주공항에서의 시간당 비행기 이착륙 횟수가 평균 30~33 회로 전년 25 회보다 크게 증가할 것으로 전망되는 상황으로 최대 슬롯 (시간당 항공기 이착륙 횟수)이 34 회임을 감안 시 항공기 안전성 및 제주도의 여행객 수용력은 한계치에 도달했다고 판단된다.

Exhibit 7. Genting 의 싱가포르 카지노-리조트

Source: Company Website, Leading Research Center

Exhibit 8. Genting 의 말레이시아 카지노-리조트

Source: Company Website, Leading Research Center, Note: 2016 년 오픈 예정

Exhibit 9. 한국 진출 추진하는 컨소시엄 비교

(USD mn)	매출	EBITDA	순이익	현금성자산	차입금	Debt/Equity	이자보상배율
OUE Limited (SJX: LJ3)	350	130	(29)	712	1,899	57.6%	0.8x
Lippo Ltd (SEHK: 226)	869	208	14	570	173	8.7%	n/a
Caesars Ent (NasdaqGS: CZR)	8,292	1,730	(3,117)	2,483	21,322	n/a	0.7x
Genting Singapore (SGX: G13)	2,284	945	567	3,733	1,680	21.0%	27.3x
Landing Int'l Development (SEHK: 582)	23	(3)	(18)	41	76	24.6%	n/a
Sega Sammy Holdings (TSE: 6460)	3,732	605	303	2,063	865	25.2%	67.1x
파라다이스 (KOSDAQ: A034230)	632	151	100	376	69	7.7%	46.8x

Source: Capital IQ, Note: 매출, EBITDA, 순이익은 2013 년 회계연도 기준. 현금성자산, 차입금, Debt/Equity, EBITDA/Int 은 가장 최근 분기 수치로 작성됨, 이자보상배율=EBITDA/Int. expense

투자포인트 2: 파라다이스의 일본 진출 가능성을 보자!

(1) 일본 카지노 시장 개방

아베노믹스의 3번째 화살은 일본의 카지노 시장 개방을 통한 경기 부양

아베노믹스의 3 번째 화살은 다름이 아닌 일본 카지노 시장 개방이다. 아베 총리는 공개적으로 올해 하반기에 일본 카지노 허가를 의회에서 통과시키겠다고 선언했다. 카지노는 2020 년 동경 올림픽과 시너지를 최대한 일으키기 위한 일환으로 중장기적으로 싱가포르 사례와 같이 일본 GDP 를 견인하면서 고령화 사회 진입에 따른 세수 감소 및 높은 부채에 따른 이자 부담 또한 완화시킬 것으로 기대한다.

a. 일본 카지노 시장 규모

일본의 카지노 시장 규모는 마카오에 버금갈 것

2013 년 마카오 카지노 시장규모는 US$45bn 으로 무려 미국 라스베가스의 7 배를 넘어섰다. 현재로서는 일본 카지노 규모를 예측하기 어렵지만 마카오 카지노 수준으로 성장할 가능성이 있다고 전망한다. 예측 근거로는 일본이 현재 허가하는 빠찡코, 경마, 경륜 시장은 2012 년 기준 매출이 무려 US$ 193bn 임을 고려할 때 일본의 잠재 카지노 시장 규모를 간접적으로 보여준다.

잠재 시장규모가 큰 만큼 글로벌 카지노 기업인 Wynn Resorts, Las Vegas Sands, MGM Resorts 등은 일본 동경, 오사카에 투자할 의사를 나타냈다. Wynn 의 경우 US$4bn 규모를 투자할 수 있음을 시사했다.

b. Sega Sammy Holding (TSE: 6460)와 파라다이스세가사미 JV 설립

세가사미홀딩스의 최종 계획은 일본에서의 카지노 설립

세가사미홀딩스는 빠찡코 게임기, 오락기기, 오락관, 모바일 게임 등 일본을 대표하는 종합 엔터테인먼트 그룹이다. 1Q14 TTM(Trailing Twelve Months) 기준, 빠찡코 관련 매출이 전체 그룹의 매출 50% 이상을 차지하는 만큼 세가사미홀딩스는 빠찡코 대표 기업이다. 최근 일본 카지노 시장 개방 가능성이 높아진 만큼 카지노 개방시 카지노 예정지인 동경/오사카를 중심으로 기존 빠찡코 업소의 매출이 카지노 업소에 의해 잠식될 가능성이 높다고 판단된다. 이에 따른 빠찡코 게임기 관련 매출이 급감할 가능성이 높은 만큼 세가사미는 2012 년부터 차근차근 일본 카지노 시장 개방을 대비해 사업 전략을 아래와 같이 준비해왔다.

세가사미홀딩스 리조트 인수, 파라다이스와 JV 설립을 통해 일본에서의 카지노-리조트 설립을 준비 중

2012 년 세계 최대 실내 워터파크, 골프코스, 스파, 호텔, 레스토랑 등을 보유한 Pheonix Seagaia 리조트 인수를 통해 대규모 복합 리조트 사업 운영 전문성을 지니게 되었다. 같은 해 5 월, 파라다이스그룹과 합작사인 파라다이스세가사미를 설립함으로써 향후 인천공항 인근 부지에 복합리조트/카지노를 공동 설립/관리하며 카지노 운영 전문성을 습득할 예정이다. 2013.6, 카지노 장비 제조 사업을 목적으로 Sega Sammy Creation, Inc.를 설립, 2014.5 미국의 Gaming Standards Association (GSA)로부터 Plantinum Membership 을 취득함으로써 향후 카지노기기를 납품하기가 수월해졌다.

세가사미홀딩스는 복합리조트 인수 및 파라다이스 그룹과 JV 설립을 통해 중장기적으로 일본 카지노 시장 개방 시 라이선스 취득을 통해 카지노-복합리조트를 설립할 로드맵이 있음을 시사한다. 향후 세가사미홀딩스가 일본에 카지노 라이선스 취득 시 카지노 전문성을 지닌 파라다이스와 공동 진출할 가능성도 있다고 판단된다. 최종환 파라다이스세가사미 대표 역시 2013.10.22 기자간담회에서 세가사미와 손을 잡은 것은 일본 진출 가능성을 염두에 둔 것이라 밝혔다.

c. 인천 영종도 '파라다이스시티' 전망 및 투자 계획

파라다이스세가사미는 자체 Cash Flow를 통해 파라다이스시티 사업비 조달 가능할 것으로 전망

파라다이스세가사미는 파라다이스 연결 자회사로 파라다이스가 지분 55%, 세가사미홀딩스가 지분 45%를 보유하고 있다. 2013.7 파라다이스글로벌로부터 인천카지노 사업부문을 포괄 양수했으며 1Q14 기준 자본금 2,610 억원에 2014F 기준 연간 영업이익 200~300 억원, 영업현금흐름 400~500 억원을 예상한다. 특히 파라다이스 인천이 입점해있는 인천 하얏트 리젠시 호텔의 웨스트 타워 확장이 하반기 완료 되면 (8 월 예상) 기존 523 개의 객실에서 1023 개의 객실로 늘어나는 만큼 파라다이스 복합리조트 오픈 기간까지 캐쉬카우 역할을 수행할 전망이다. 복합 리조트 오픈 후에도 복합리조트와 하얏트 리젠시 호텔의 근접거리 고려 시 파라다이스 입장에서도 하얏트 고객을 지속적으로 유치할 수 있을 것으로 보인다. '파라다이스시티' 는 2017 년 사업을 개시를 목표로 하고 있으며 특 1 급 호텔 객실 700 개와, 1 만 1190m^2 규모의 외국인 전용 카지노, 다목적 공연장, 쇼핑시설, 레스토랑, 의료시설 등이 들어설 계획이다. 현재 1 차 사업비로 8,000 억원이 책정되어있으며 현재 자본금 2,510 억원 고려 시 추가로 5,500 억원 추가로 조달해야 하는 상황이다. 인천 카지노 사업의 안정적인 영업이익(200~300 억원) 고려 시 금융권에서 3,000~4,000 억원 규모의 자금조달은 어렵지 않을 전망이며 필요 시 모회사인 파라다이스와 세가사미홀딩스의 추가지원을 통해 사업비 조달은 문제가 없을 것으로 예상된다.

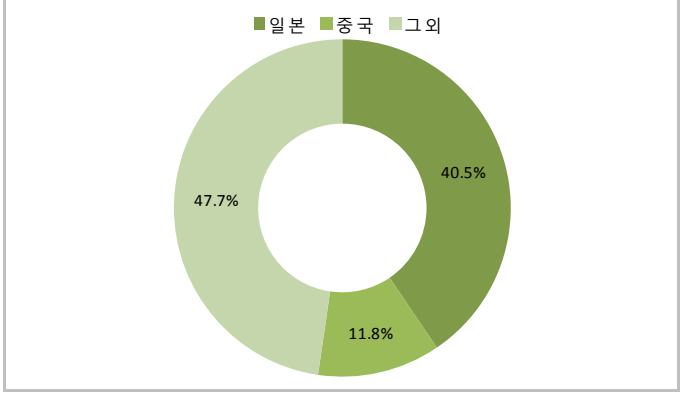
Exhibit 10. 파라다이스시티 조감도

Source: Company Website, Leading Research Center

투자포인트 3: 외국인 관광객은 지속 증가 예정

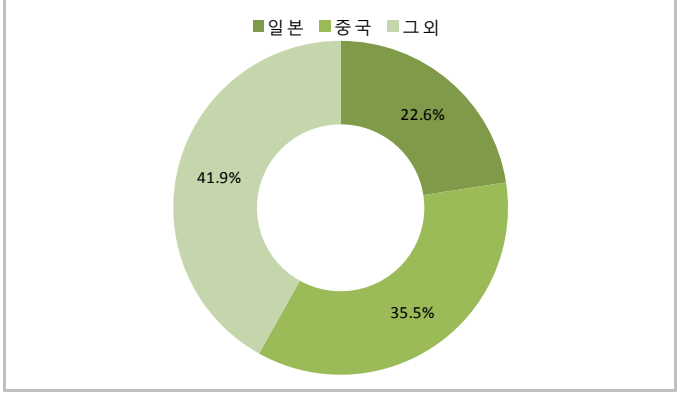
국내 외국인 여행객 추이는 2009 년을 기점으로 매년 +10%에 가까운 성장세를 보이고 있다. 특히 주목할 점은 중국인 관광객수는 폭발적으로 증가하는 반면 일본인 방문객은 감소하고 있다는 점이다. 특히, 정부 및 지자체에서 관광산업을 전략사업으로 지정한 만큼 외국인 관광객은 중국을 중심으로 두 자릿수 성장세를 유지할 전망이며 이에 힘입어 파라다이스 또한 산업 성장세를 상회하는 두 자릿수 성장률을 보일 것으로 예상된다.

Exhibit 11. 국내 여행객 국적 (2005 년 기준)



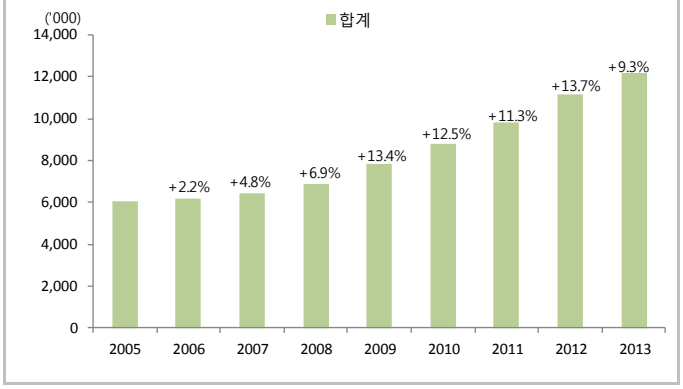
Source: 문화체육관광부, Leading Research Center

Exhibit 12. 국내 여행객 국적 (2013 년 기준)



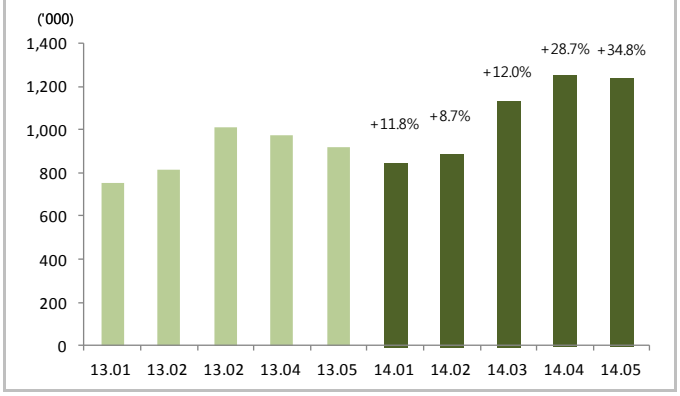
Source: 문화체육관광부, Leading Research Center

Exhibit 13. 국내 외국인 여행객 추이 (2005~2013)



Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 14. 국내 외국인 여행객 추이 (2013~2014)



Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

(1) 일본인 여행객 감소 (2013 년 yoy -21.9%)

엔화가치 반등 시 일본인 관광객은 돌아올 것!

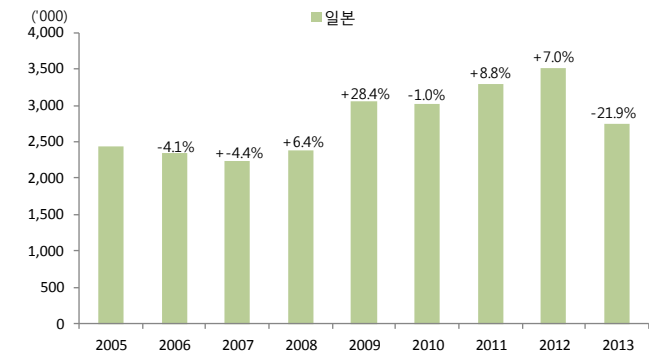
일각에서는 일본인 여행객의 방문 감소 추세 원인을 일본 내 혐한 기류를 지목하지만 주요 원인은 엔화 가치 하락에 있다고 본다. 일본인 여행객은 2013 년 (-21.9% yoy)을 기점으로 감소세를 보이고 있으며 2014 년 1 분기 역시 지속 감소세를 유지하고 있다. 2012.1~2014.7 엔화가치는 원화 대비 -34% 약세기조를 보이고 있으며 지속적인 아베노믹스의 Monetary Easing Policy 으로 인해 당분간은 엔화가치가 반등하기 쉽지 않을 전망이다. 설상 가상으로 일본 동경/오사카에 내국인/외국인 카지노 허가가 올해 하반기 중 유력한 상황으로 향후 일본인의 한국 카지노 이용객수의 추가 하락 가능성이 존재한다. 하지만 이러한 악재 속에서도 일본인의 드롭액 추이는 연간 한자릿수의 증가세를 유지하고 있으며 향후 엔화 절상 및 한일관계 회복 시 일본인 방문객은 플러스 전환 될 것으로 기대된다.

Exhibit 15. 환율 변동(%)

기간	JPY/KRW	CNY/KRW	USD/KRW
2012.01~2013.01	-18.3%	-7.1%	0.0%
2013.01~2014.01	-18.1%	2.2%	-0.7%
2014.01~2014.07	-1.8%	-6.9%	-4.5%
2012.01~2014.07	-34.3%	-11.6%	-5.2%

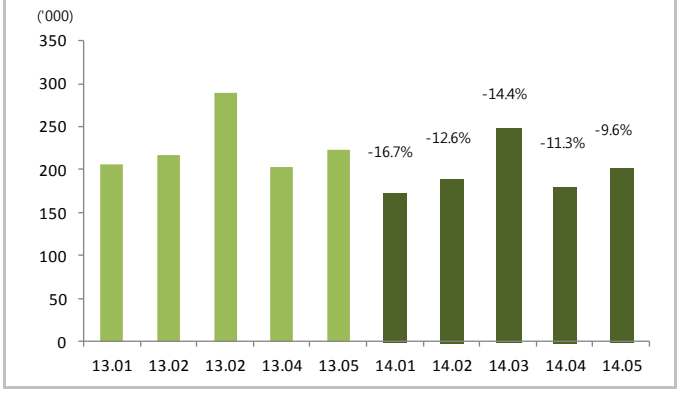
Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 16. 국내 일본인 여행객 추이 (2013~2014)



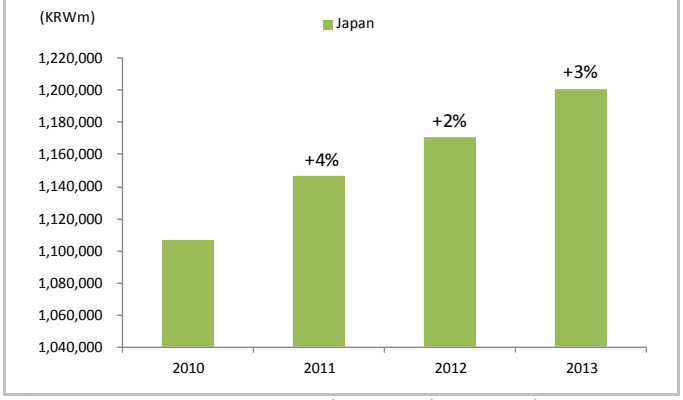
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 17. 국내 일본인 여행객 추이 (2013~2014)



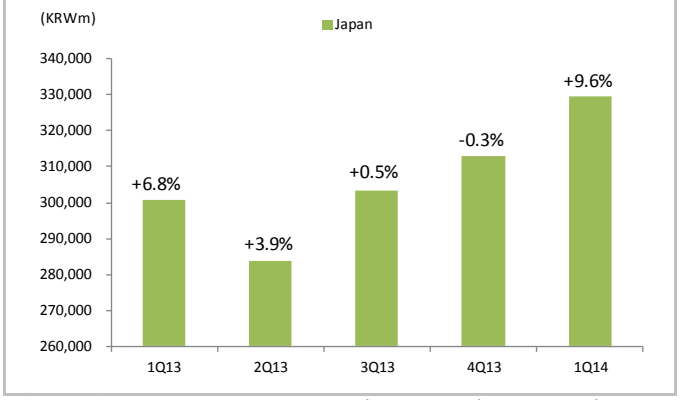
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 18. 일본인 연간 드롭액 추이



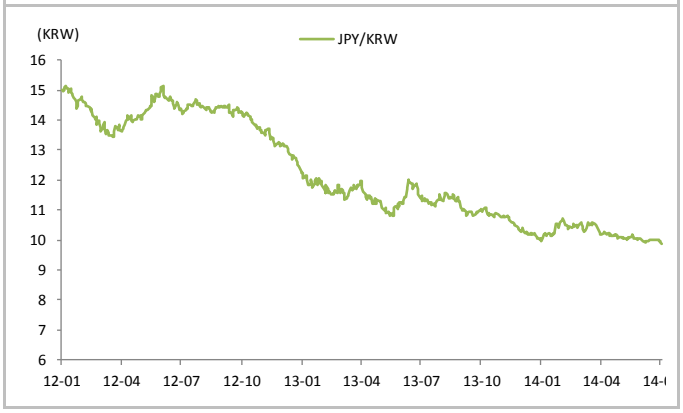
Source: Company Data, Note: +x.x% is yoy growth, Busan, Jeju Lotte Included

Exhibit 19. 일본인 분기별 드롭액 추이



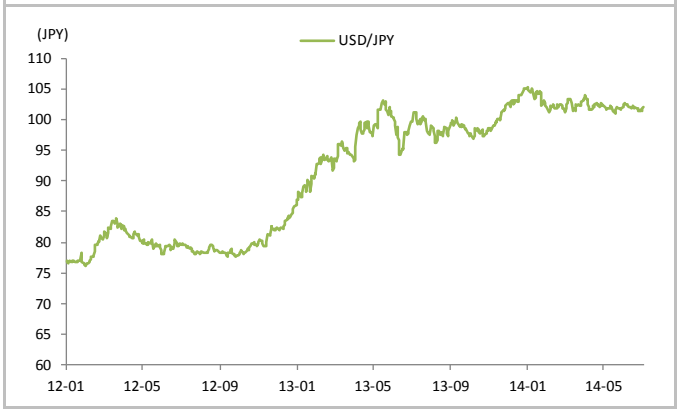
Source: Company Data, Note: +x.x% is yoy growth, Busan, Jeju Lotte Included

Exhibit 20. JPY/KRW 환율 추이 (2012~2014)



Source: Bloomberg, Leading Research Center,

Exhibit 21. USD/JPY 환율 추이



Source: Bloomberg, Leading Research Center,

(2) 중국인 여행객 증가: 중국인 방문객 천만명 시대

2020년 중국인 방문객 천만명 시대 기대

2012 년 국내 일본인 방문객은 352 만명으로 일본 전체 인구의 2.8%가 한국을 방문했다고 가정 할 수 있다. 마찬가지로 2013 년 기준 국내 중국인 방문객은 432 만명으로 중국 전체 인구의 0.3%가 방문했다고 가정 할 수 있다. 중국 전체 인구 중 4 억명이 인천공항과 비행시간으로 2 시간 30 분 이내 거리에 주거하고 있다. 향후 중국인의 소득이 증가하면 2020 년을 기점으로 중국인 천만명 방문 시대를 열 수 있다 생각한다. 2014 년 상반기 중국인 방문객은 yoy +57% 증가 추세를 보이고 있으며 2014~2020 년 CAGR 12.8% 가정 시 2020 년 천만명 방문 시대가 열릴 것으로 전망한다.

a. 정부 정책

정부의 관광객 및 영주권 유치 계획은 지속 우호적일 것

2013.9 중국인 복수비자 발급대상을 확대 시행하면서 한국 방문 가능한 중국인 대상층이 약 3 천만명 증가한 것으로 판단된다. 또한 법무부의 '환승관광 무비자입국' 프로그램을 기존 인천, 김해 국제공항에서 양양, 청주, 무안 국제공항으로 확대 시행하면서 향후 중국인 여행객은 지속 증가할 전망이다. 무비자입국 프로그램은 중국에서 국내공항으로 입국하여 제주도로 환승하는 승객의 경우 무비자로 인근지역에서 72 시간 머물 수 있는 제도이다. 정부 정책에 힘입어 2014 년 중국인 방문객의 증가세 또한 2013 년 +52.5% 성장률을 상회할 전망이다.

b. 마카오 카지노 규제

마카오의 카지노 규제는 상대적으로 시장 규모가 작은 한국의 카지노 업체에 큰 호재

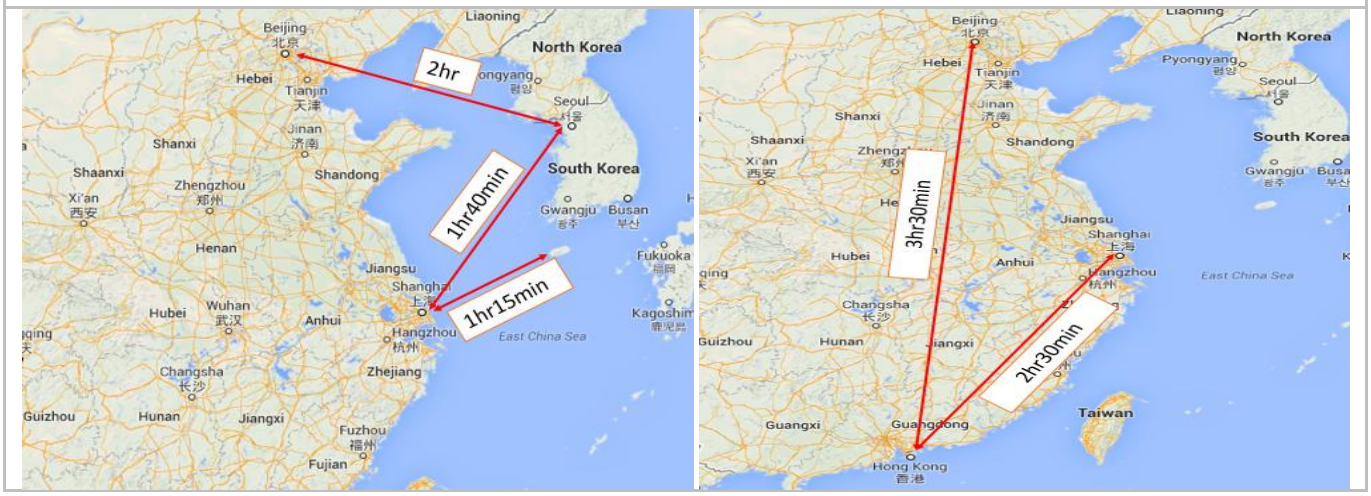
(1) 2014.6.10 마카오의 Monetary Authority 는 카지노 내에서 Union Pay Debit Card 사용을 제한한다고 발표했다. 이는 최근 중국 본토에서 마카오로 과도한 현금이 유출되는 것을 방지하는 중국 정책의 일환이다. (2) 2014.6.17, 마카오의 Government Information Bureau 에 의하면 2014.07.01 중국인 Transit Visitor 의 마카오 방문기간을 기존 7 일에서 5 일로 제한한다고 발표했다. 이러한 중국의 마카오 카지노 산업에 대한 규제는 파라다이스에게 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 2013 년 기준 한국 카지노 시장의 규모는 13,752 억원(매출액 기준)으로 2013 년 기준 47 조원에 달하는 마카오의 카지노 시장 규모(매출액 기준)의 3%도 안 되는 상황으로 마카오 시장의 작은 규제는 한국 카지노 시장의 큰 호재로 작용할 수 있다고 본다.

c. 지리적 이점

중국의 베이징/상해 부근 인구는 4 억명으로 향후 이들의 소득 증가 속도에 따라 관광객 속도 늘어날 것

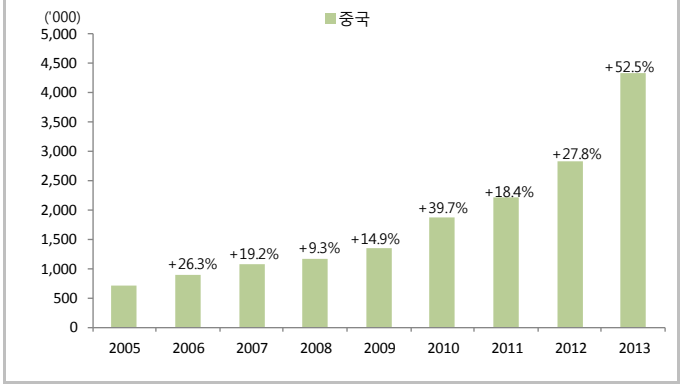
중국인 방문객 입장에서 서울/인천의 최대 이점 중 하나는 비행거리이다. 비행시간 기준 베이징→인천이 약 2 시간, 상해→인천이 약 1 시간 40 분, 상해→제주가 약 1 시간 15 분으로 베이징→홍콩/마카오가 약 3 시간 30 분, 상해→홍콩/마카오가 약 2 시간 30 분임을 고려 시 중국 베이징/상해 부근에 주거하는 중국인 입장에서 홍콩/마카오 대비 한국 여행의 매력도가 높다고 판단되며 특히, VIP 카지노 고객 입장에서 시간이 중요한 만큼 한국 카지노 방문 매력도가 높다고 판단된다. 특히, 마카오의 협소한 국제공항으로 인해 많은 마카오 카지노 이용객은 홍콩국제공항을 통해 마카오를 방문하는 상황(페리 이용)으로 VIP 고객 입장에서 번거롭다.

Exhibit 22. 중국 주요 도시 – 인천/서울, 제주도, 홍콩/마카오 평균 비행시간



Source: Google Map, Leading Research Cente,

Exhibit 23. 국내 중국인 여행객 추이 (2005~2013)

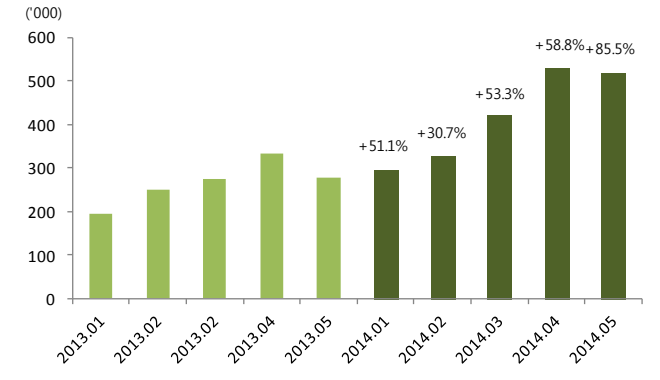


Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 24. 국내 홍콩인 여행객 추이 (2005~2013)

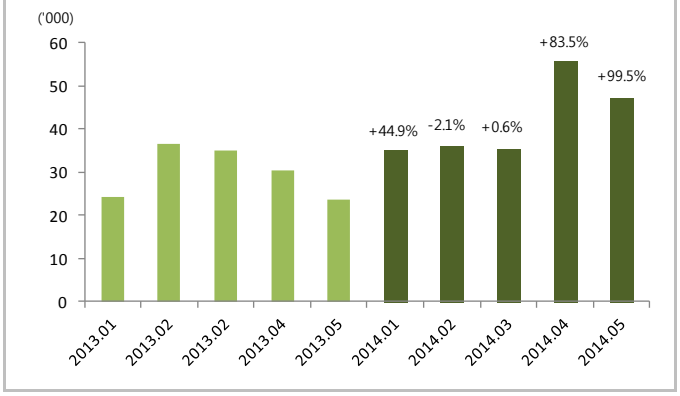
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 25. 국내 중국인 여행객 추이 (2013~2014)



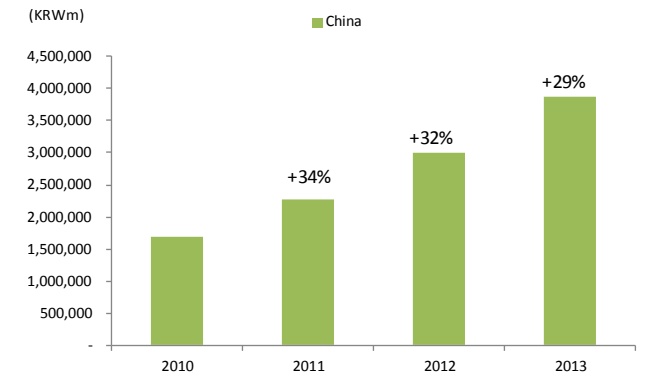
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 26. 국내 홍콩인 여행객 추이 (2013~2014)



Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 27. 중국인 연간 드롭액 추이

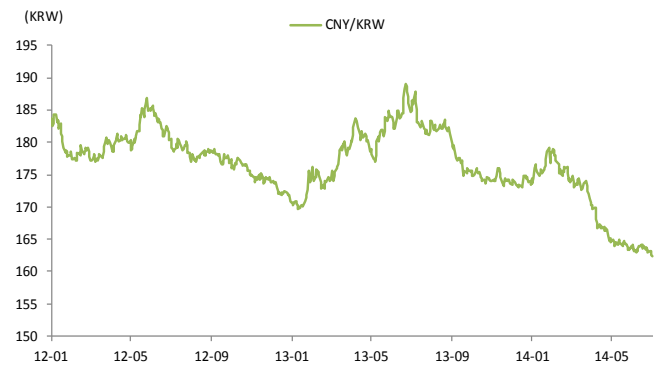


Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 28. 중국인 분기별 드롭액 추이

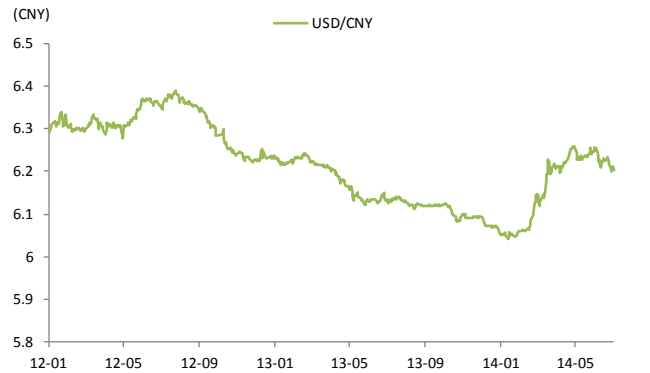
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 29. CNY/KRW 환율 추이 (2012~2014)



Source: Bloomberg, Leading Research Center,

Exhibit 30. USD/CNY 환율 추이

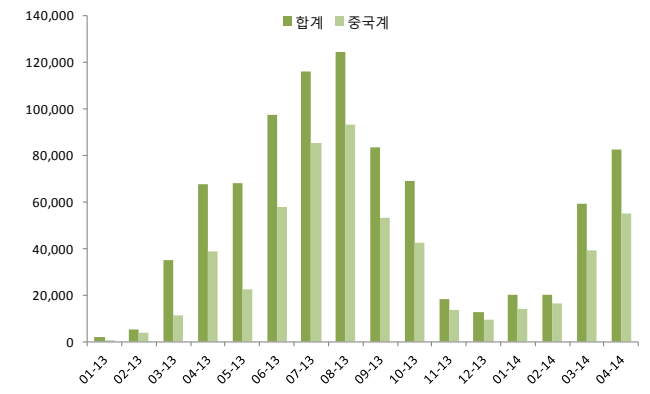


Source: Bloomberg, Leading Research Center,

(3) 일본인, 중국인 외 여행객 지속 증가 추세

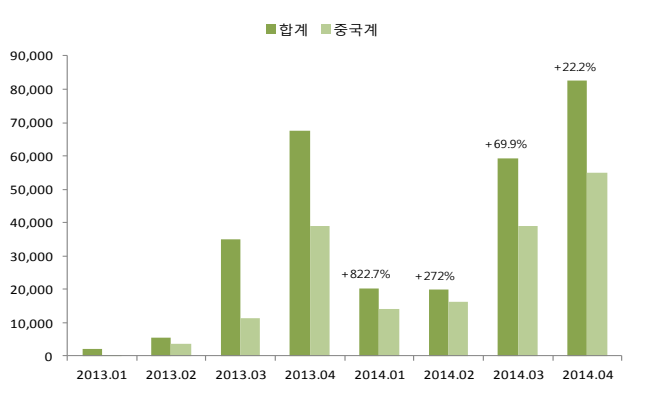
필리핀인, 태국인, 싱가포르인, 말레이시아인, 인도네시아인 등 동남아시아인의 한국 여행 또한 높은 증가세를 유지하고 있으며 최근 크루즈선을 이용한 입국 외국인 또한 높은 증가세를 보이고 있다.

Exhibit 31. 국내 입국 외국인 추이 (크루즈선 이용)



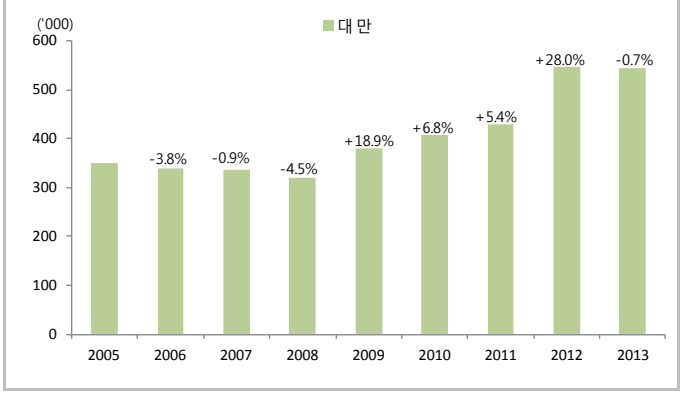
Source: 문화체육관광부, Leading Research Center

Exhibit 32. 국내 입국 외국인 추이 (크루즈선 이용)



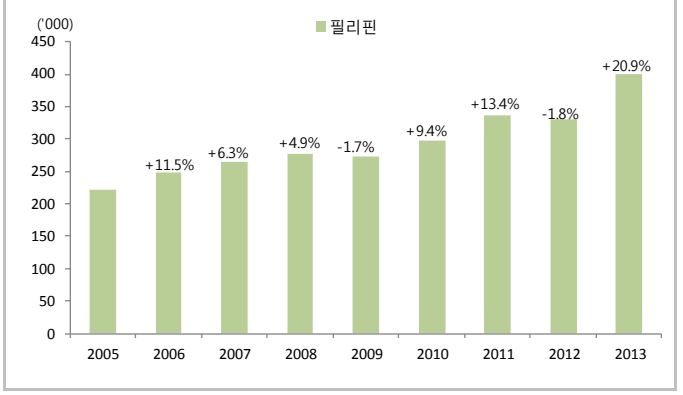
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 33. 국내 대만인 여행객 추이 (2005~2013)



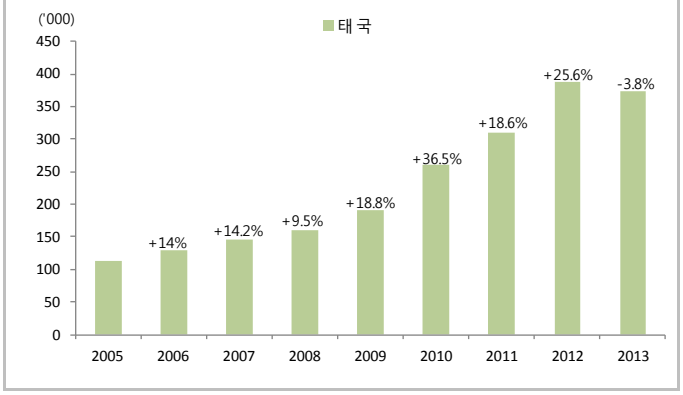
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 34. 국내 필리핀인 여행객 추이 (2005~2013)



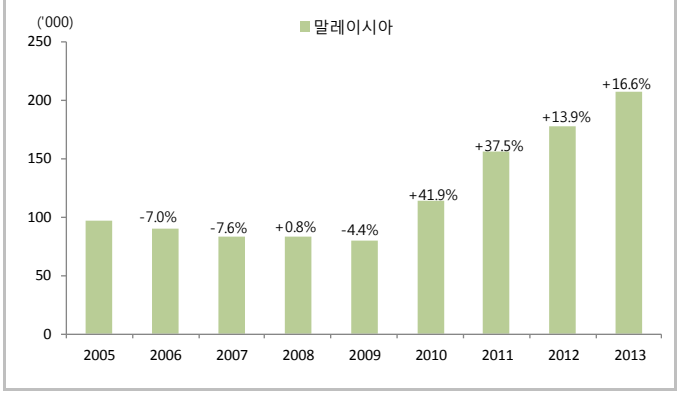
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 35. 국내 태국인 여행객 추이 (2005~2013)



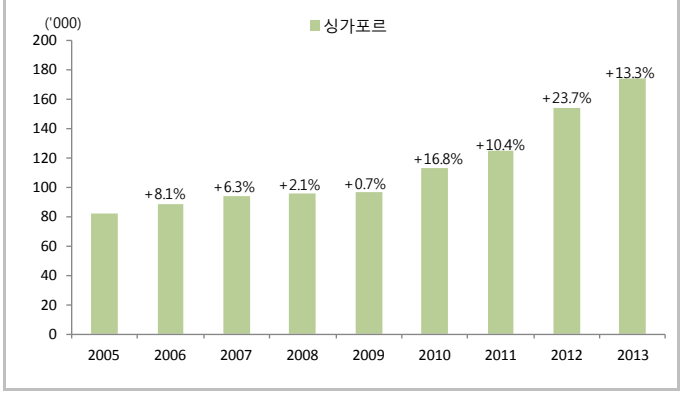
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 36. 국내 말레이시아인 여행객 추이 (2005~2013)



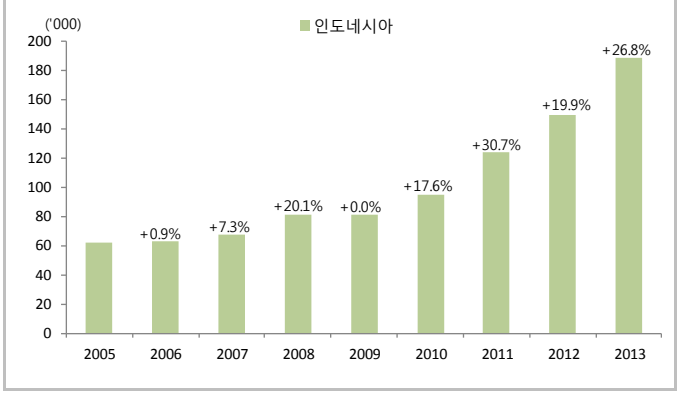
Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 37. 국내 싱가포르인 여행객 추이 (2005~2013)



Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 38. 국내 인도네시아인 여행객 추이 (2005~2013)



Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

투자포인트 4: 마카오 vs. 파라다이스 테이블당 매출 괴리

(1) 중국인의 높은 파라다이스 입장률

중국인의 높은 파라다이스 입장률, 드롭액 증가 추세는 지속될 전망

투자포인트 3 에서 밝힌 중국인 방문객 증가 추세는 의문의 여지가 없다. 중국인의 방문객 증가가 특히 중요하다 판단되는 이유는 중국인의 높은 파라다이스 입장률에 있다. 일본인 방문객의 파라다이스 입장률은 2013 년 5.2%인 반면에 중국인 방문객의 Visit Rate 는 2013 년 11.1%로 상대적으로 높은 수치이다. 즉, 한국 방문 시 중국인의 카지노 이용률은 일본인 대비 약 2 배 높은 만큼 향후 중국인 여행객의 증가세는 파라다이스에게 있어 큰 기회임이 분명하다. 무엇보다 중국인을 중심으로 한 뚜렷한 VIP 드롭액 증가추세는 긍정적이다.

Exhibit 39. 한국 방문객 당 파라다이스 입장률 (%)

(%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
합계	***6.83%***	***5.30%***	***4.90%***	***5.87%***	***6.20%***	***5.49%***	***5.94%***	***6.02%***
일본	*8.76%*	*6.50%*	*5.69%*	*5.25%*	*4.95%*	*4.50%*	*3.92%*	*5.17%*
중국	*12.5%*	*10.5%*	*10.0%*	*13.3%*	*14.4%*	*12.9%*	*14.7%*	*11.1%*
그외	*3.53%*	*2.65%*	*2.55%*	*3.51%*	*3.22%*	*2.37%*	*2.22%*	*2.17%*

Source: Leading Research Center, Note: 파라다이스 입장객은 recount 한 수치로 Upward Bias 존재

Exhibit 34. Drop per VIPs

(KRWm)	2Q13	2Q14	*yoy%*
Total (consolidated)	**26.5**	**28.8**	***8.6%***
China VIP	41.9	43.7	*4.5%*
Japan VIP	13.6	14.9	*9.1%*
Other VIP	22.1	16.6	*-24.8%*

Source: Company Data, Leading Research Center

(2) 마카오 카지노와 파라다이스의 테이블당 매출 괴리

마카오 카지노와 파라다이스의 테이블당 매출 괴리는 좁혀질 것

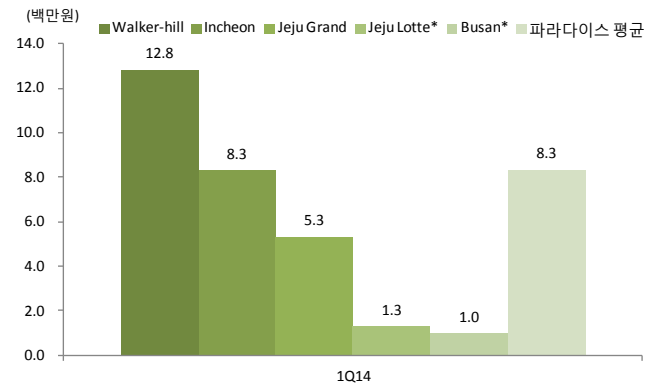
파라다이스의 Table 당 평균 일일 매출은 1Q14 기준 8.3 백만원으로 2012 년 yoy +10.4%, 2013 년 yoy +15% 증가했다. 이러한 증가세에도 불구하고 마카오의 Emperor Entertainment Hotel 의 Table 당 평균 일일 매출인 21.5 백만원에 크게 못 미치는 상황이다. (Emperor Entertainment Hotel 은 마카오의 몇 안 되는 전통 카지노 호텔로, 복합리조트형 호텔과는 달리 카지노가 주 매출 수익원으로 67 개의 테이블과 10 개의 VIP 테이블을 운영하고 있다.) 향후 중국인의 한국 방문 증가와 소득 증가에 따른 드롭액 증가 추세에 맞물려 8.3 백만원~21.5 백만원(159% 괴리) 차이는 좁혀질 전망이다. (향후 중국의 외화 반출 관련법, 한국의 투자이민법 개정 등에 따라 괴리는 좁혀질 수 있다 생각된다.) 현재로서는 테이블 당 12.8 백만원의 일매출을 보이는 워커힐 파라다이스를 제외하고는 추가 테이블 증설이 필요 없다고 판단된다.

Exhibit 35. Table 당 일일 매출

Table 당 일일 매출 (백만원)	2011	2012	2013	1Q14
파라다이스 Walker-hill	10.0	10.7	12.1	12.8
파라다이스 Incheon	5.6	5.7	6.5	8.3
파라다이스 Jeju Grand	2.4	3.7	5.6	5.3
파라다이스 Jeju Lotte*	2.2	3.5	4.9	1.3
파라다이스 Busan*	1.7	2.7	3.7	1.0
파라다이스 평균	**6.5**	**7.2**	**8.3**	**8.3**

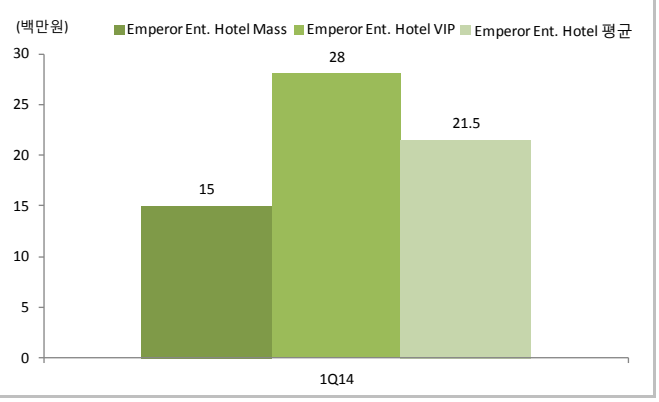
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 36. 파라다이스: Table 당 일일 매출



Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

Exhibit 37. Emperor Ent. Hotel: Table 당 일일 매출



Source: 문화체육관광부, Note: +x.x% is yoy growth

(3) 카지노 테이블 전망

카지노 테이블은 지난 수년간 654 개에서 변동이 없었으나 최근 파라다이스의 파르나스호텔 인수 의사가 철회되면서 향후 워커힐의 카지노 테이블 증설 가능성이 높아진 상황이다. (Note: 내국인전용 카지노와 달리 외국인전용 카지노의 경우 테이블 증설 관련 규제가 없다) 2017 년 인천 영종도 '파라다이스 시티'가 1 차 완공되는 시점을 기준으로 테이블은 130~150 개 증설될 예정이며 2020 년 2 차 완공되는 시점을 기준으로 테이블은 추가적으로 117 개 가량 증설될 가능성이 있다고 생각된다. (Note: 2020 년 테이블 개수는 추가되는 카지노 면적 기준으로 계산, Risk: '파라다이스 시티' 테이블 증설은 향후 외국인 방문객 및 영종도 개발 여부에 따라 변경될 수 있음)

Exhibit 38. 외국인 전용 카지노 테이블 추이 전망

Total Table (단위: 개)	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
파라다이스 Walker-hill	90	90	110	110	110	110	110	110
파라다이스 Incheon	36	36	36	36	140	140	140	257
파라다이스 Jeju Grand	27	27	27	27	27	27	27	27
파라다이스 Jeju Lotte*	28	28	28	28	28	28	28	28
파라다이스 Busan*	37	37	37	37	37	37	37	37
GKL 서울 강남점	71	71	71	71	71	71	71	71
GKL 서울 힐튼점	55	55	55	55	55	55	55	55
GKL 부산 롯데점	47	47	47	47	47	47	47	47
그 외	254	254	254	254	254	254	254	254
Total Table	645	645	675	675	779	779	779	896

*Source: Leading Research Center, Note: *파라다이스 글로벌 계열*

파라다이스 카지노 통합 계획

제주 롯데 카지노 및 부산 카지노의 예상 밸류에이션(인수가)

제주 롯데 카지노 및 부산 카지노의 인수가 예상되며

향후 파라다이스 글로벌 계열의 부산 카지노와 제주 롯데 카지노는 파라다이스와 통합될 전망된다. 카지노 통합은 그룹 차원에서 마케팅 비용 감소 등 긍정적인 효과가 있을 것으로 기대된다. 과거 통합된 2012 년 제주 그랜드 카지노는 2011 년 Earning 기준 5.6 배의 가격에 인수되었으며 2013 년 인천카지노의 경우 2012 년 Earning 기준 12.8 배, EBITDA 9 배 가격에 파라다이스세가사미에 인수되었다.

파라다이스 글로벌 100% 자회사인 제주 롯데 카지노의 경우 2013 년 기준 당기순이익 89.6 억원으로 최근 인천 카지노의 밸류에이션 PER 12.8 배 적용 시 1,147 억원이다. 부산 카지노의 경우 2013 년 매출 754 억원으로 인천 카지노 밸류에이션 Sales 2.2 배 적용 시 1,672 억원이다.

2014.7.10, 파라다이스는 보유하고 있는 자사주 14.2% 중 750 만주(전체 상장주식수의 8.24%)의 처분을 결정했다. 처분예정금액은 2,973 억원으로 처분목적은 운영자금 및 인수자금으로 사용될 수 있다고 명시했다. 인수자금의 일부는 부산 카지노, 제주 롯데 카지노의 인수자금으로 사용될 것으로 생각된다.

밸류에이션

파라다이스의 차별화되는 2017F~ 성장성에 프리미엄을 주자

2014.7.10 공시 된 자사주 처분예정금액을 반영한 2014F EV/EBITDA 18.5 배이다. 유입되는 현금 약 2,857 억원 중 2,819 억원은 부산카지노 및 제주 롯데 인수 자금에 사용된다 가정 시 수정 2014F EV/EBITDA 17.3 배이다. (EBITDA 에 부산카지노, 제주 롯데의 2014F EBITDA 반영) Target EV/EBITDA 는 파라다이스의 2014F~2016F 예상 매출 성장률이 비슷한 Galaxy Ent. Group, Sands China 의 평균 EV/EBITDA 인 20 배에 20% 프리미엄을 부여한 EV/EBITDA 24 배를 인수 전 EV 및 2014F EBITDA 에 적용하였다. 프리미엄 20% 적용 이유는 2017 년 이후 Galaxy Ent. Group 과 Sands China 와 차별화 되는 성장률 전망에 있다. 2017 년 1 차 완공이 예상되는 '파라다이스시티'의 카지노 매출 기여가 연간 4 천억 규모로 예상된다. (근거: 테이블 140 개 x 일매출 8.3 백만원 x365 일=4 천억원, 카지노 외 매출 고려 안함) **파라다이스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 47,500 원으로 커버리지를 개시한다.**

Exhibit 39. 2014F EBITDA 기준 EV/EBITDA (인수 전)

인수 전	(KRWm)
Market Capitalization	3,419,444
- Cash & Short Term Investments*	666,180
+ Total Debt	70,097
+ Pref. Equity	-
+ Total Minority Interest	162,685
= Total Enterprise Value	2,986,046
2014F EBITDA	161,669
EV/EBITDA	18.47

*Note: *자사주 매각대금 포함*

Exhibit 40. 2014F EBITDA 기준 EV/EBITDA (인수 후)

인수 후	(KRWm)
Market Capitalization	3,419,444
- Cash & Short Term Investments*	384,280
+ Total Debt	70,097
+ Pref. Equity	-
+ Total Minority Interest	162,685
= Total Enterprise Value	3,267,946
2014F EBITDA**	188,553
EV/EBITDA	17.33

*Note: *제주 롯데 및 부산카지노 인수 가정, **2014F 제주 롯데, 부산카지노 100% 합병 가정*

Exhibit 41. Peer Valuation 비교

Global Casino Companies	TEV/Revenue	TEV/EBITDA	P/E*	P/Tang BV	Total Debt/EBITDA
Paradise (KOSDAQ: A034230)	4.4	19.6	25.6	5.5	0.5
GKL (KOSE: A114090)	3.7	10.2	18.4	7.3	0.0
Galaxy Ent. Group Ltd. (SEHK: 27)	**3.9**	**21**	**26.6**	**8.6**	**0.1**
Sands China (SEHK: 1928)	**6.2**	**18.9**	**23.7**	**9.3**	**1.0**
SJM Holdings Limited (SEHK: 880)	1.6	10.3	14.3	5.3	0.3
Genting Singapore PLC (SGX:G13)	4.5	10.1	23.2	1.6	1.6
Melco Crown Ent. Ltd (NasdaqGS: MPEL)	3.8	15.2	22.9	6.7	2.3

*Source: Leading Research Center, Capital IQ, Note: 2014-07-11 기준, *P/E 는 diluted eps before extra 기준*

Exhibit 42. Revenue Growth Estimate 비교

Revenue Growth Estimate	2014F	2015F	2016F
Paradise (KOSDAQ: A034230)	22.0%	20.4%	15.0%
GKL (KOSE: A114090)	5.1%	10.3%	7.8%
Galaxy Ent. Group Ltd. (SEHK: 27)	18.3%	21.7%	18.2%
Sands China (SEHK: 1928)	23.2%	15.0%	20.5%
SJM Holdings Limited (SEHK: 880)	7.8%	8.9%	5.1%
Genting Singapore PLC (SGX:G13)	12.0%	7.3%	7.5%
Melco Crown Ent. Ltd (NasdaqGS: MPEL)	11.6%	24.6%	26.2%

Source: Leading Research Center, Capital IQ Consensus 기준

재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2012	2013	2014F	2015F
유동자산	348.6	378.0	499.4	612.5
현금성자산	321.3	341.1	454.9	559.8
매출채권	20.4	30.3	34.6	41.9
재고자산	2.4	2.6	3.1	3.8
비유동자산	688.0	852.0	872.0	883.2
투자자산	181.8	179.1	181.6	189.0
유형자산	483.5	483.6	504.2	510.6
무형자산	22.8	189.3	186.2	183.6
자산총계	**1,036.6**	**1,230.0**	**1,371.3**	**1,495.7**
유동부채	216.9	247.9	283.1	300.3
매입채무	33.8	33.4	47.4	57.5
유동성이자부채	84.0	69.8	59.8	59.8
비유동부채	91.8	92.5	95.6	99.1
비유동이자부채	7.2	12.3	10.6	10.6
부채총계	**308.7**	**340.4**	**378.7**	**399.4**
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	86.0	99.2	99.2	99.2
이익잉여금	542.1	628.7	727.9	831.6
자본조정	(42.0)	(44.3)	(44.3)	(44.3)
자기주식	(41.6)	(41.6)	(41.6)	(41.6)
자본총계	**728.0**	**889.6**	**992.6**	**1,096.3**
투하자본	480.3	610.3	590.1	588.3
순차입금	(230.1)	(259.0)	(384.5)	(489.3)
ROA	8.4	8.9	10.0	9.4
ROE	12.5	14.8	16.7	15.3
ROIC	18.0	18.5	20.3	21.8

손익계산서

결산기(십억원)	2012	2013	2014F	2015F
매출액	**518.5**	**639.4**	**748.9**	**908.1**
증가율 (Y-Y,%)	38.6	23.3	17.1	21.2
영업이익	**89.8**	**134.4**	**143.1**	**171.3**
증가율 (Y-Y,%)	76.4	49.8	6.5	19.7
EBITDA	103.1	152.0	161.7	189.7
영업외손익	**16.7**	**9.1**	**20.6**	**21.5**
순이자수익	4.6	5.5	5.0	5.2
외화관련손익	2.9	1.7	(0.5)	0.0
지분법손익	0.8	(2.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	**106.4**	**143.6**	**163.7**	**192.8**
당기순이익	**79.8**	**107.7**	**139.4**	**144.6**
지배기업당기순이익	74.7	101.2	129.9	135.2
증가율 (Y-Y,%)	145.5	35.0	29.4	3.7
NOPLAT	**67.3**	**100.9**	**121.9**	**128.5**
(+) Dep	13.3	17.6	18.5	18.4
(-) 운전자본투자	(27.2)	(35.5)	(37.6)	(8.9)
(-) Capex	17.0	15.6	35.4	22.1
OpFCF	90.9	138.4	142.7	133.7
3 Yr CAGR & Margins				
매출액증가율(3Yr)	7.0	25.7	26.0	20.5
영업이익증가율(3Yr)	32.1	44.7	41.2	24.0
EBITDA 증가율(3Yr)	25.2	41.4	39.5	22.5
순이익증가율(3Yr)	32.1	41.5	62.5	21.9
영업이익률(%)	17.3	21.0	19.1	18.9
EBITDA 마진(%)	19.9	23.8	21.6	20.9
순이익률 (%)	15.4	16.8	18.6	15.9

현금흐름표

결산기(십억원)	2012	2013	2014F	2015F
영업현금	**99.2**	**155.7**	**161.9**	**175.4**
당기순이익	79.8	107.7	139.4	144.6
자산상각비	13.3	17.6	18.5	18.4
운전자본증감	(5.7)	2.3	11.0	8.9
매출채권감소(증가)	(7.2)	(5.4)	(5.0)	(7.4)
재고자산감소(증가)	0.3	0.1	(0.5)	(0.7)
매입채무증가(감소)	5.1	(9.8)	15.0	10.1
투자현금	**(165.5)**	**(83.0)**	**(29.2)**	**(33.3)**
단기투자자산감소	(95.0)	100.3	(1.2)	(3.7)
장기투자증권감소	(7.4)	(4.7)	2.4	(0.7)
설비투자	(17.0)	(15.6)	(35.4)	(22.1)
유무형자산감소	(1.1)	(5.9)	10.4	(0.1)
재무현금	**33.4**	**35.9**	**(20.9)**	**(40.9)**
차입금증가	(26.3)	(19.7)	(11.8)	0.0
자본증가	(11.7)	(15.6)	(9.1)	(40.9)
배당금지급	11.7	15.6	9.1	40.9
현금 증감	(32.6)	109.0	112.1	101.2
총현금흐름(Gross CF)	**119.4**	**175.6**	**145.1**	**166.5**
(-) 운전자본증가(감소)	(27.2)	(35.5)	(37.6)	(8.9)
(-) 설비투자	17.0	15.6	35.4	22.1
(+) 자산매각	(1.1)	(5.9)	10.4	(0.1)
Free Cash Flow	128.6	189.6	157.8	153.2
(-) 기타투자	7.4	4.7	(2.4)	0.7
잉여현금	121.2	184.9	160.2	152.4

주요투자지표

결산기	2012	2013	2014F	2015F
Per share Data				
EPS	822	1,113	1,429	1,486
BPS	6,962	8,034	9,126	10,266
DPS	200	350	450	550
Multiples(x,%)				
PER	20.9	23.8	26.3	25.3
PBR	2.5	3.3	4.1	3.7
EV/ EBITDA	12.9	14.1	18.8	15.4
배당수익율	1.2	1.3	1.2	1.5
PCR	13.1	13.7	23.6	20.5
PSR	3.0	3.8	4.6	3.8
재무건전성 (%)				
부채비율	42.4	38.3	38.2	36.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	160.7	152.5	176.4	204.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.9	0.5	0.4	0.3
자산구조				
투하자본(%)	48.8	54.0	48.1	44.0
현금+투자자산(%)	51.2	46.0	51.9	56.0
자본구조				
차입금(%)	11.1	8.4	6.6	6.0
자기자본(%)	88.9	91.6	93.4	94.0

Source: Company Data, Leading Research Center, Note: 부산 카지노 및 제주 롯데 카지노 합병을 반영하지 않은 수치임

▶ Compliance Notice

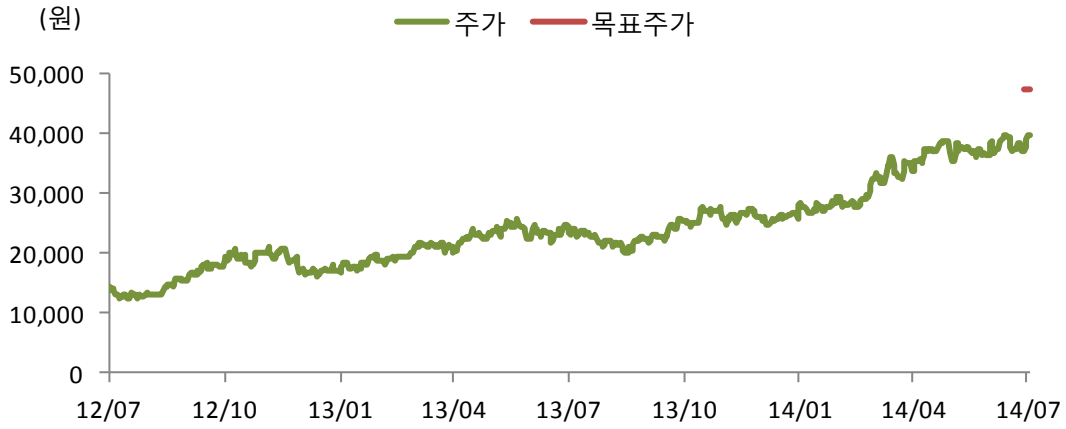
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

파라다이스 (034230 KQ)	
일자	2014-07-14
투자의견	BUY(신규)
목표주가	47,500 원

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*