

Opinion

buy

목표주가	19,580
현재주가	16,650
상승여력	17.6%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	15305억
발행주식수(주)	91,759,075
52주 최고(원)	18,800
52주 최저(원)	12,570
주요주주지분율(%)	45.86
22년 배당수익률(%)	N/A

Team 1

김경곤	김종윤
김준희	손일수
정서영	최예훈
최현규	하현빈

파라다이스 (034230 kq)

- 대한민국 대표 외국인 전용 카지노 전문 기업
- 2023년 상반기 매출액 4688억원, 영업이익 739억원으로 흑자 전환
- 일본 VIP의 상반기 Carry, 그러나 아직 남은 일본인 관광 수요
- 중국 단체 관광 재개, Mass 고객이 몰려온다
- 목표주가 19,580원을 제시, Upside Potential은 17.6%

Signal 1 충분한 회복 여력, 팬데믹 이전의 매출을 뛰어넘을 잠재력

국내 외국인 전용 카지노는 22년 하반기 이후로 일본 VIP 중심의 Pent-up 수요로 급격한 개선 효과를 맞았다. 하지만 여전히 일본인 인바운드는 코로나 이전의 수준에 도달하지 못했기 때문에 일본 매스 고객 및 VIP 지표는 상방이 열려있다.

중국인 단체 관광이 재개됨에 따라 중국 Mass 고객을 중심으로 방한 중국인 지표가 개선될 것으로 보인다. 현재 연간 및 분기별 중국인 입국자 수는 아직 2016~2019년에 비해 현저히 낮은 수치를 보이고 있다. 방한 외국인 수의 증가는 카지노 매출과 양의 상관관계를 지니고 있으므로, 중국발 매출 회복 속도는 불분명하나, 회복의 방향성만은 매스 고객 확보로 인한 상방이다.

Signal 2 안정되는 재무제표, 상승하는 영업이익률

1Q23 기준 전년동기 대비 연결기준 매출액 92% 증가하였으며, 영업이익 및 당기순이익이 흑자전환하였다. 그뿐만 아니라 올해 2분기 영업이익률은 2019년의 수준을 가뿐히 뛰어넘는 15.83%를 기록했다. 카지노 및 호텔 산업 특성 상, 매출 증가에 따른 이익 레버리지가 높아 방문자 수의 회복은 곧 순이익 증가로 이어지기 쉽기 때문에 관광객 수요 회복에 따른 실적 개선이 두드러질 것으로 보인다.

Signal 3 국내 카지노 사업장 최다 보유 기업, 강력한 국내 경쟁력

국내 관광지 카지노 사업장 최다 보유, 복합리조트로 모객 효율성 극대화

파라다이스는 인천, 서울, 부산, 제주 등 국내 주요 관광지에 각각 1개소씩 카지노 사업장을 운영하고 있다. 총 4개소로 국내 카지노 기업 중 가장 많은 카지노 사업장을 가지고 있기 때문에 타 경쟁사보다 관광객 수 회복에 따른 매출 성장을 효과적으로 경험할 수 있다.

뿐만 아니라 국내 유일무이하게 인천공항 근처에 복합리조트를 운영하고 있다. 카지노뿐만 아니라 EDM 클럽시설, 워터파크 및 고급 찜질방, 놀이공원 등 비카지노 엔터테인먼트 시설이 다양하게 구비되어 있기 때문에 단체 관광뿐 아니라 가족여행 등 다양한 목적의 관광에도 충분히 매력적인 선택지로 작용한다.

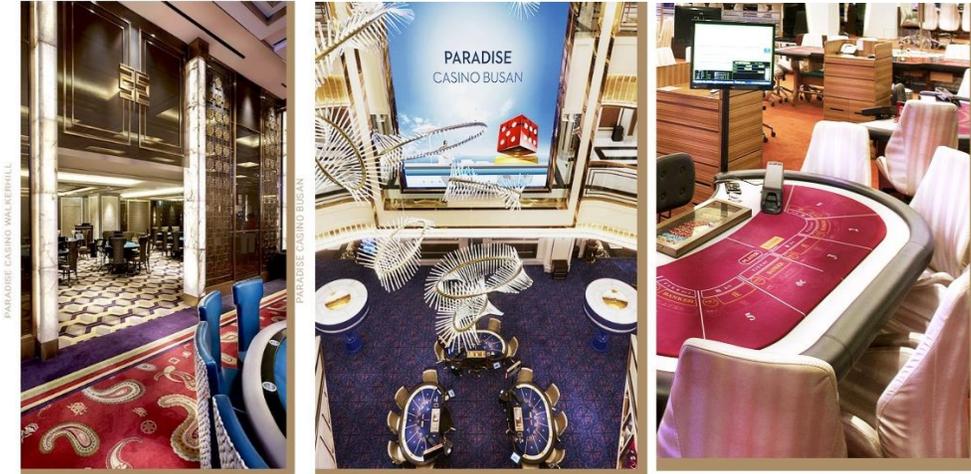
CONTENTS

기업개요	.....	3
산업분석	.....	7
기업분석	.....	18
투자포인트	.....	26
리스크	.....	28
밸류에이션	.....	30

I. 기업개요

1) 기업설명

파라다이스는 1972년 4월 27일에 설립되었으며, 1997년 10월 20일에 회사명을 파라다이스 투자 개발에서 현재의 파라다이스로 변경하였고, 2002년 11월 5일 코스닥 시장에 상장되어 매매거래가 게시되었다.



(파라다이스 카지노 워커힐) (파라다이스 카지노 부산) (파라다이스 카지노 제주 그랜드)

주요 사업 부문은 호텔 및 카지노 등 레저 사업이고, 주력 품목인 카지노의 경우 서울과 인천, 부산, 제주에 각각 1개소로 총 4개소의 외국인전용 카지노 사업장을 운영하고 있다. 또한 연결기준 호텔 부문 및 복합리조트 사업, 스파 등 카지노 이외의 사업도 영위하며 다양한 매스 고객 및 VIP 유치를 위해 투자하고 있다.



(파라다이스 호텔 부산)

호텔 사업부문으로는 국내 부산 해운대에 위치한 파라다이스 호텔 부산을 운영하고 있으며, 해외에서는 미국 올랜도에 'Embassy Suites Orlando Downtown' 호텔을 운영하고 있다. 최근 카지노뿐만 아니라 호텔 매출도 팬데믹 이후 국내 관광객 수요가 증가함에 따라 매출 회복세를 이어가고 있다.



(복합리조트 파라다이스 시티)

복합리조트 사업부문은 인천 파라다이스시티를 중심으로 운영하고 있으며, 리조트 전체를 포함하고 그 안에 카지노, 호텔 및 비카지노 시설 등 기타 엔터테인먼트 시설이 존재한다. 파라다이스시티는 2017년 4월 개장한 711개 객실을 보유한 5성급 호텔인 파라다이스시티 호텔과 2018년 9월 개장하여 58개 객실을 보유한 부띠끄 호텔인 아트파라디소로 구성되어 있다.

기타부문으로 충청남도 아산시 도고면에서 파라다이스 스파 도고를 운영하고 있으며 일평균 최대 5000명이 방문할 수 있는 스파 시설을 갖추고 있다. 또한 일본 내 카지노 영업 마케팅을 위한 해외법인 Paradise International Co., Ltd.를 통해 광고 마케팅을 지속적으로 추진하고 있다.

1Q23 기준 전년동기 대비 연결기준 매출액 92% 증가하였으며, 영업이익 및 당기순이익이 흑자 전환하였다. 사업 부문별로는 주력 품목인 카지노 및 복합리조트의 수익 증가가 주요 요인으로 작용하였다. 국내에서 가장 많은 카지노를 보유한 기업으로서 타 경쟁사보다 높은 매출 실적을 기록하고 있다. 또한 팬데믹 이후 관광 재개 움직임이 활발해짐에 따라 동사도 여행사 연계 및 홍보를 통해 코로나 회복세를 넘는 매출 성장을 기대하며 국내 대표적인 카지노 기업으로 성장하고 있다.

2) 주요품목

(1) 사업 부문별 매출 비중

(단위 : 천원)

구 분	2023년 반기	
	부문별 수익	비율 (%)
카지노	205,361,887	43.99%
호텔	54,062,361	11.58%
복합리조트	200,669,567	42.99%
기 타	6,710,023	1.44%
합 계	466,803,838	100.00%

주요 품목은 카지노 사업으로 동사가 운영하는 카지노 4개 사업장의 전체 매출은 43.99% 이지 만, 인천 파라다이스시티가 호텔 및 카지노 사업을 동시에 영위하고 있으므로 카지노 사업의 총 매출 비중은 동사 매출의 75%를 차지한다.

카지노 부문은 서울, 인천, 부산 제주에 총 4개소를 운영하고 있다. 파라다이스 카지노 워커히는 1968년 개장 이후 오랫동안 사랑을 받아온 대한민국 최고(最古)의 외국인 전용 카지노로 서울특별시 광진구 워커히로 177에 소재한 워커히 호텔 내에 위치한다. 파라다이스 카지노 부산은 해운대 해변가와 마주한 파라다이스호텔 내에 위치. 부산에서 가장 큰 규모의 시설 보유하고 있어 관광객 유치에 타 경쟁사보다 우위에 있다. 파라다이스 카지노 제주의 경우 2012년 6월말 소규모 합병으로 신규 편입되었고 제주 국제공항과 인접한 메종글래드 호텔 내에 위치하고 있다.

복합 리조트 부문에서 동사는 2017년 4월 인천국제공항 옆 IBC 부지에 1조 2천억원을 들여 카지노 복합 파라다이스시티를 오픈했다. 인천공항 1터미널역에 인접하기 때문에 관광객의 접근성이 뛰어나다. 지난 7월 15일 아트파라디소의 시기적절한 재개장으로 호텔 Capa가 정상화에 돌입하였다. 공항 접근성 및 복합리조트 특징을 통해 매스 모객 역량이 두드러지게 작용하여 타 경쟁사 대비 안정적인 회복세를 보여주고 있다.

복합리조트 특성 상 카지노 이외에도 EDM 클럽시설인 '크로마', 놀이공원 '원더박스', 워터파크 및 고급 찜질방 '씨메르' 등 엔터테인먼트 시설이 다수 존재하여 VIP 관광객이 아닌 일반관광객들도 많이 이용하기 때문에 차별화된 강력한 모객 시설로 작용한다. 따라서 복합리조트 부문은 강력한 마케팅이 없어도 인천공항이라는 유리한 입지조건과 복합리조트라는 차별화된 부대시설이 관광객 유입을 증가시킬 수 있다.

호텔 사업부문으로는 국내 부산 해운대에 위치한 파라다이스 호텔 부산을 운영하고 있으며, 해외에서는 미국법인인 Paradise America, LLC를 통해서 미국 올랜도에 'Embassy Suites Orlando Downtown' 호텔을 운영하고 있다. 파라다이스 호텔 부산은 532실 객실을 보유한 5성급 호텔로 객실, 식음료, 연회, 기타의 총 4개 사업부문으로 구성되어 있다. 2000년에 개관한 Embassy Suites 호텔은 Hilton 계열 브랜드 호텔로 총 167개의 객실과 연회장, 레스토랑을 갖추고 있다. 현재 내수 레저 및 여행 수요 증가로 호텔 매출 상승세가 지속되고 있으며 주로 호텔 ADR(평균 객실판매 단가) 상승이 매출 상승을 견인했다. OCC(객실점유율)도 코로나 이전 수준을 초과하며 동사의 매출 회복을 견인했다.

기타 부문으로 파라다이스 스파 도고는 동양 4대 온천 중 하나인 도고온천 단지에 위치한다. 스파 시설은 09년부터 개보수 과정을 거쳐 일평균 최대 5000명이 즐길 수 있는 휴양시설로 탈바꿈했다. 당사는 온라인 및 오프라인 판매를 병행하여 스파 판촉을 진행중이다. 또한 국내외 여행사 등 관광 관련기관과 연계를 통해 일반 관광객, 기업 고객, 학생 고객 등을 유치하고 있고, 다양한 행사와 서비스 수준 개선을 통해 스파 관련 마케팅 역량을 확충하고 있다.

3) 선정이유

3-1) 빠르게 회복되는 실적

1Q23 기준 전년동기 대비 연결기준 매출액 92% 증가하였으며, 영업이익 및 당기순이익이 흑자 전환하였다. 사업 부문별로는 카지노 및 복합리조트의 수익 증가가 주요 요인으로 작용하였고, 사업장 소재지 기준으론 국내 및 일본 매출이 고무적이었다. 관광 재개 움직임이 보임에 따라 당사도 여행사 연계 및 홍보를 통해 코로나 회복세를 넘는 매출 성장을 기대하고 있다. 고정비용 비중이 60~70%인 카지노 및 호텔 산업 특성 상, 매출 증가에 따른 이익 레버리지가 높아 방문자 수의 유의미한 증가는 곧 순이익 증가로 이어지기 쉽다.

성수기인 8월 성장세를 기준으로 테이블 드롭액은 5,711억원 (전년동기대비 +72.4%, 전월대비 +7.8%)이고 방문객은 13,047명 (전년동기대비 +87.1%, 전월대비 +1.1%) 매출액은 784억원(전년동기대비 +55.3%)을 기록했다.

3-2) 중국 단체관광 재개

지난 8월 11일 중국 정부에서 한국 단체관광 비자 발급을 재개하는 모습을 보여주면서 당사도 중국 최대 온라인 여행사 씨트립과 협업하여 인천에 위치한 복합리조트를 활용한 관광상품을 출시했다. 물론 단체관광 재개가 카지노 VIP 수요 확대에 이어질 가능성은 제한적이지만, 일반 관광객 유인을 통한 카지노 매스 수요를 증가시키고 복합 리조트 시설에 존재하는 비카지노 부문 실적이 개선될 가능성은 높을 것으로 기대된다. 복합 리조트 파라다이스시티를 활용한 관광상품 출시로 경쟁사 대비 가파른 중국 매스(일반고객) 회복을 기대하고 있다. 중국 VIP없이 일본 VIP만으로도 2분기 영업이익 549억 기록했으나 중국 단체관광 허용된 시점에서 중국 VIP고객 및 매스 고객이 유입된다면 영업이익이 큰 폭으로 성장할 수 있을 것으로 기대된다.

3-3) 남아있는 관광 수요 회복 여력

동사의 최근 카지노 사업은 일본VIP 중심 Pent-up 수요에 힘입어 급격한 개선을 보였으며, 현재 일본 VIP 관련 지표는 빠르게 코로나 이전 수준으로 도달했다. 하지만 여전히 일본인 인바운드는 코로나 이전 수준에 도달하지 못했다. 한일 국제선 운항 편수는 아직 코로나 이전 대비 78%이며 이에 따라 아직 일본 매스 고객 지표에서 상방이 열려 있다고 볼 수 있다.

II. 산업 분석

1) 산업 개요

카지노(Casino)란 도박·음악·쇼·댄스 등 여러가지 오락시설을 갖춘 연회장이라는 의미의 이탈리아어 카자(Casa)가 어원이며 르네상스시대의 귀족이 소유하고 있었던 사교·오락용의 별관을 뜻하였으나, 지금은 해변·온천·휴양지 등에 있는 일반 실내 도박장을 의미한다. 국내에서는 관광진흥법 제 3조에 따르면 카지노 산업이란 "전문 영업장을 갖추고 주사위, 트럼프, 슬롯머신 등 특정한 기구 등을 이용하여 우연의 결과에 따라 특정인에게 재산상의 이익을 주고 다른 참가자에게 손실을 주는 행위 등을 하는 업"을 칭한다. 카지노 산업은 카지노 외에 쇼핑, 레스토랑, 컨벤션센터, 아레나 등이 모두 포함된다. 카지노 산업을 영위하기 위해서는 (1)문화체육관광부령으로 정해진 영업 종류와 영업 방법을 미리 신고한 뒤 허가를 받아야 한다. 또한 (2)관광특구내 5성급 호텔에서만 영업이 가능하다. 카지노 게임 과정에서 발생하는 수익은 크게 환전소 수수료와 게임에서 잃은 금액으로 나뉜다. (1) 카지노에서는 현금을 사용하지 않고 전용화폐인 칩을 구매해야 한다. 카지노 내부의 별도의 환전소에서 현금으로 칩을 구매할 때의 수수료가 발생한다. (2) 고객이 게임에서 잃은 금액은 (1-환수율)*고객이 게임 투입한 금액과 같다. 이때 환수율이란, '(게임을 한 번 한 뒤 돌려받는 돈/원금)*100'을 의미한다

카지노 산업의 특성

-아무나 못하는 카지노 사업

카지노 산업은 각 국가마다 개별적이면서 특수한 허가 절차를 받아야 시작될 수 있다는 점에서 높은 진입장벽을 가진다. 특히 국내의 경우 정부가 규정한 '사행산업'에 카지노 산업이 해당된다는 것은 한국만의 특수성을 잘 보여준다. 사행산업이란 우연에 의해 이용자에게 재산상의 이익과 손실을 주는 행위를 하는 산업으로, 카지노/경마/경륜/경정/복권이 이에 포함된다. 이에 따라서 내국인들은 강원랜드를 제외한 국내 카지노에 대한 출입이 전면제한 된다

-복합적으로 창출되는 경제적 부가가치

카지노 산업에서 창출되는 경제적 부가가치는 그 출처가 주로 외국인이며, 수입원이 다양하다는 특징을 가진다. 이러한 경제적 부가가치는 카지노 및 관광 수익(외화)/고용 창출/세수 효과로 구분할 수 있다. 카지노의 경우 실내활동에서 이루어지는 활동이기에 시간, 날씨의 영향을 거의 받지 않는다. 또한 24시간 운영되기에 야간 관광 상품으로도 이용될 수 있다. 카지노는 단순히 게임 시설뿐만 복합 리조트, 레스토랑, 연회장 등 다양한 서비스를 함께 제공한다. 기존에 흔히 생각하는 도박장의 부정적 모습에서 벗어나 대중적인 여가시설의 모습을 갖추고 있다. 카지노 산업의 외화 가득률은 대체로 94% 수준으로 자동차(71%), 휴대전화(52%), 반도체(43%)등의 제조업 산업에 비해 높은 수준이다. 또한 이용객의 체류기간을 연장시키는 효과가 있어 숙박 및 레스토랑 사업에

수익을 늘리는 기능을 한다. 싱가포르의 경우 마리나베이 카지노와 센토사 카지노를 개장했던 2010년 외국인 관광객은 전년 대비 20% 관광수입은 49% 증가한 모습을 보였다. (외화가득률=수출액-원료수입액/수출액 X 100) 카지노 산업의 경우 연중무휴로 24시간 영업하는 인적자원서비스이다. 카지노의 고용승수는 0.017 수준으로 앞서 언급한 반도체 산업(0.009), 승용차(0.014)보다 높은 수치를 지닌다.

-그 중에서도 특히 높은 것은 세수 효과

이 중에도 세수 효과는 매우 뛰어난데, 국내에서 허가 받은 카지노 업장에게 필수적으로 규정되는 기본적인 원칙은 다음과 같다. “관광진흥기금은 카지노 매출액의 10% 수준으로 조성하며, 정부는 이 중 14~27%를 해당 지자체에 배분한다.” 이러한 정부의 경향은 카지노 산업에 대한 빠른 대응이라기 보다는 오히려 글로벌 트렌드를 뒤늦게 따라가는 것이라고 할 수 있다. 카지노 산업에 의한 일자리 창출, 세수 확보 효과가 워낙 거대함에 따라서 아시아를 중심으로 카지노 산업에 대한 개방성이 이미 높아졌기 때문이다.



(카지노 업종 특징 출처 : 한국카지노업관광협회)

-트렌드는 복합리조트

카지노에 방문하는 고객은 카지노'만'을 하기 위해 방문하지 않는다! 한마디로 카지노 자체를 하기 위해서 해당 국가/지역을 방문하는 것이 아니라 '여행'의 개념이 더욱 적합하다고 할 수 있다. 미국의 라스베이거스는 90%가 관광을 위해 방문할 정도로 '가족 관광' 중심의 카지노 방문을 잘 설명한 사례이며, 국내에서는 파라다이스 시티가 이를 최초로 선도해서 사업을 진행하고 있다. 따라서 카지노 기업에게 카지노 이외의 다양한 엔터테인먼트를 제공하는 것은 '선택'이 아닌 '필수'인 시대가 도래했다고 할 수 있다. 고객들이 카지노 이외의 다양한 엔터테인먼트를 이용함에 따라서, 카지노 산업은 교통과도 밀접한 관계를 가진다. 미국과 같이 카지노 산업의 규모가 커질수록 제공하는 콘텐츠가 많아지고, 이것이 좁은 지역에 물리적으로 흩어져서 위치하기 때문이다. 따라서 항공업은 카지노 산업 내부에 포함되는 산업은 아니지만, 카지노 산업과 매우 중요한 관계에

카지노가 위치한 국가에 대한 항공기 노선과 운항 대수, 공항의 위치, 그리고 도심에서 이용 가능한 대중교통의 수와 종류는 해당 지역에 위치한 카지노 산업의 경쟁력을 결정한다. 이러한 경쟁력을 제한된 자원 안에서 효율적으로 실현하는 방법은 '복합 리조트'를 구축하는 것이다.

-낮은 고객 충성도, 중요한 건 카지노 경험

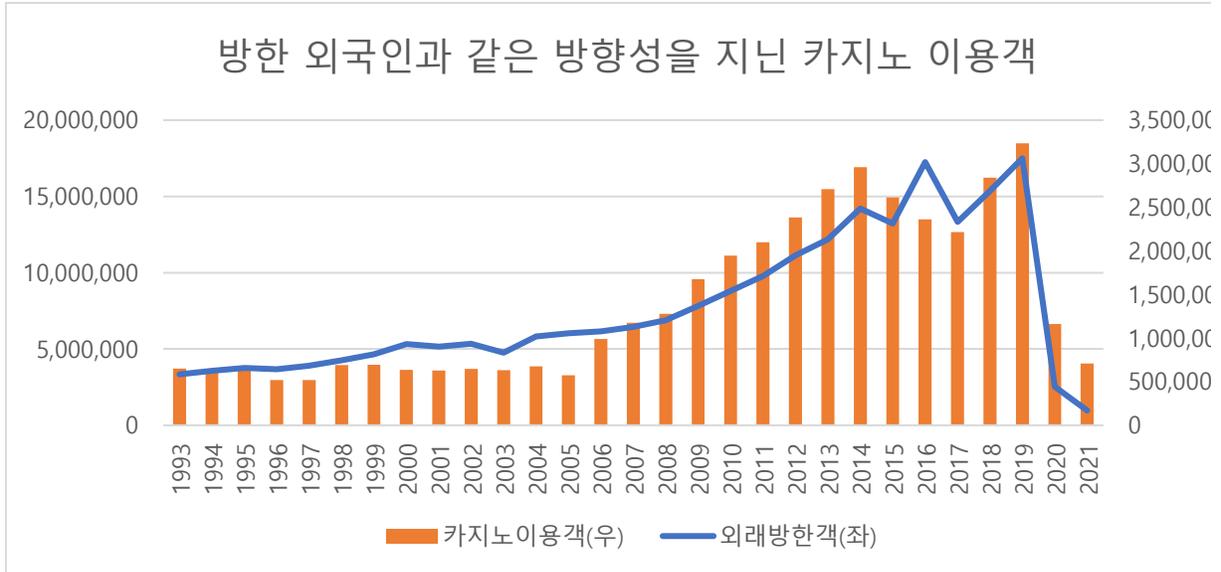
카지노 산업 자체를 성장시키기 위해서는 '카지노 경험'을 가진 고객들이 필요하다. 카지노 고객들은 카지노를 꾸준히 방문하더라도 특정 카지노를 지속적으로 방문하지 않는다는 특성을 가지기 때문이다. 카지노 산업은 일종의 융합 콘텐츠로서 기능하는 특성을 가졌기에, 하나의 카지노에 대하여 해외 여행지를 방문하듯이 일회성 질은 방문이 늘어나는 추세에 있다. 따라서 산업의 고객층 자체를 확대하는 것이 중요한 과제로 요청된다.

-외국인 관광객 인바운드와 높은 상관관계

국내 카지노 산업의 또다른 특징은 외국인 인바운드 관광과 상관관계가 큰 편이라는 점이다. 이는 강원랜드를 제외하고 내국인의 카지노 출입이 법적으로 허용되지 않고 있어 국내 카지노 산업이 외국인 전용 카지노 중심으로 성장해왔기 때문이다. 2005년 이후 방한 외국인 수와 외국인 전용 카지노의 실적 추이를 살펴보면, 방한 외국인 증가에 힘입어 카지노 입장객 수가 증가하면서 국내 외국인 전용 카지노 시장 규모가 증가하여 왔다. 한국카지노업관광협회에 따르면 2022년 말 기준 국내 카지노 시장의 규모는 1조9천억원이며 절반 이상이 내국인 출입이 가능한 강원랜드에서 발생하고 있다. 방한 외국인 관광객 증감과 국내 경기변동에 따라 매출이 변동하며 2015년 메르스 여파와 중국 시진핑 주석의 도박 금지령으로 인해 2015년 외국인 전용 카지노 매출이 큰 폭으로 하락한 적 있다. 더욱이 2020년에는 코로나-19로 인하여 방한 외국인 수가 급감과 운영시간 제한으로 인해 카지노 시장규모가 70% 축소되었다. 운영시간 제한이 사라지고 해외여행이 일부 허용되기 시작한 2022년부터 다시 회복하고 있으며 2023년 4월 기준 2019년의 일부 회복한 상태이다.

2) 산업 전망

카지노, Again Normal!

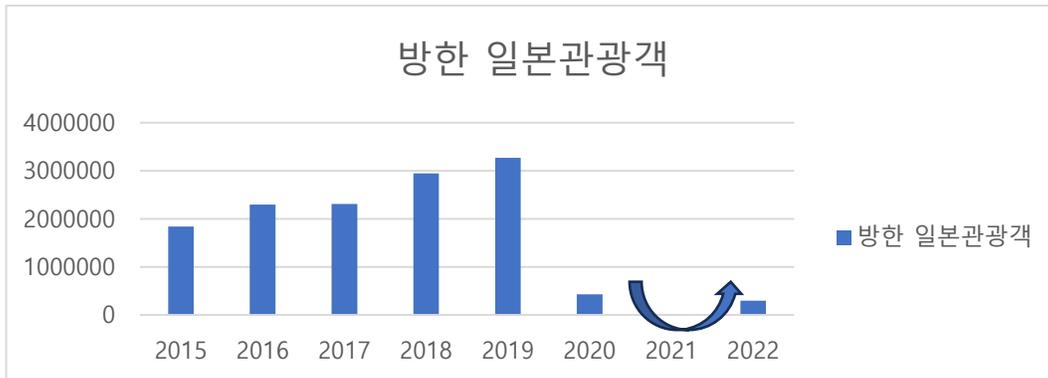


(그림 방한 외국인과 카지노 이용객, 출처 : 한국관광협회)

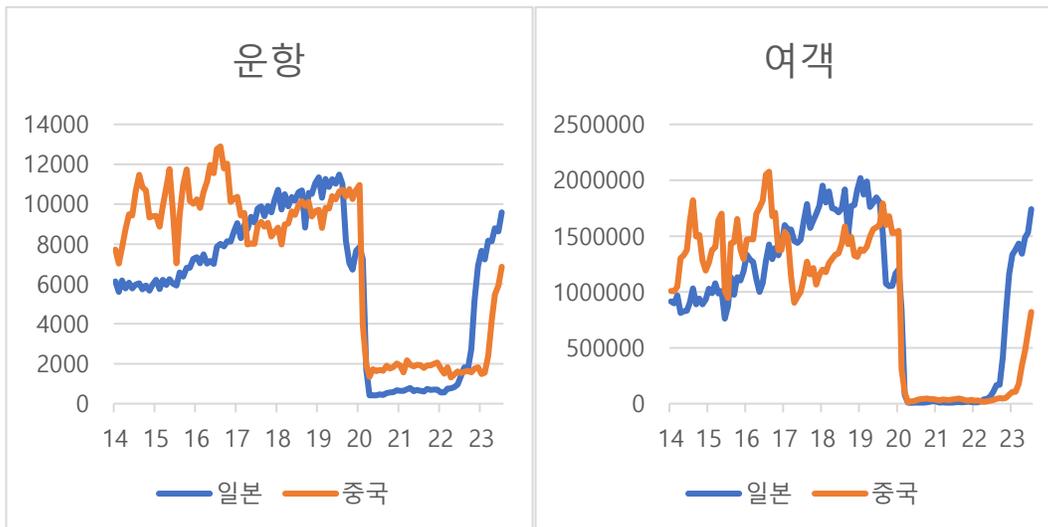
카지노 업종에 대한 투자의견은 비중확대(Overweight)로 개시한다. 카지노 업종의 핵심은 결국 이용객 수의 증가가 핵심이다. 따라서 주된 고객인 외국인 관광객 수의 증가가 선행되어야 실적 회복을 기대할 수 있다. 중국 단체관광에 대한 매스고객 성장 모멘텀과 카지노 이외의 복합리조트를 활용하여 다양한 고객층의 접근 유도 전략, 코로나 이후 항공공급 확대에 따른 아웃바운드 기대감등 강력한 모멘텀을 지녔다는 점이 매력적인 요소이다.

최근 시장 기대 대비 더딘 방문객 수 회복 속도 탓에 사업자 전반의 주가가 지지부진하다. 일본에 이어 중국 항공노선까지 점차 회복되면서, 고객 접근성이 온전히 회복되고 있다. 실적 회복의 방향성은 확실하나 그 속도가 조금 더딜 뿐이다. 주가 낙폭이 과도한 만큼 오히려 긴 호흡의 접근이 유효한 시점이다. 외국인 카지노 드롭액 기여도가 가장 높은 일본 VIP(40%<)의 경우 지난해 10 월 무비자 재개 및 PCR 의무 해제, 항공노선 증편에 따른 Pent-up 수요가 두드러졌다. 이후 골든위크가 있었던 5 월 재차 가파른 방문객 수 성장이 나타나면서, 기대했던 수준의 회복 속도를 보여주고 있다.

다만 드롭액 기여도가 두 번째로 높은 중국 VIP(30%<)의 경우 일본 VIP 대비 지표 회복이 더디다. 중국 제로코로나 정책 폐지 및 PCR 의무 해제 이후 5 월 항공노선 증편까지 이어졌음에도 Pent-up 수요는 크지 않다. 중국 공동부유 기조에 따른 VIP 게임センチ먼트 약화 영향이 주효해 보인다. 당사 기존 추정 시 중국 VIP 방문객 수 회복 속도를 보수적으로 가정했기에 방문객 수 회복 속도는 예상된 수준이나, 인당 지출액 측면에서의 회복 속도는 예상보다 더디다. 하지만 단지 속력의 문제일 뿐, 방향성은 여전히 그대로다.



(방한 일본, 중국관광객, 출처 : 관광지식정보시스템)



(일본, 중국 운항편, 여객편수, 출처 : 통계청)

내국인 카지노의 경우 지난해 영업 환경의 완전 정상화 직후 일시적으로 Pent-up 수요 가 돋보였으나, 현재는 방문객 수 측면에서 더딘 회복세가 지속되고 있다. 해외여행으로의 내국인 레저수요 쓸림에 따른 영향인데, 이러한 쓸림은 보통 일시적이다. 하반기 이후 이러한 현상이 안정화되면,

오히려 코로나19 이전 대비 늘어난 영업시간 및 테이블 수에 따른 외형 성장까지 본격화될 수 있을 것이다.

2)-1 국가별 특성

전세계 카지노 산업 비중-2018년

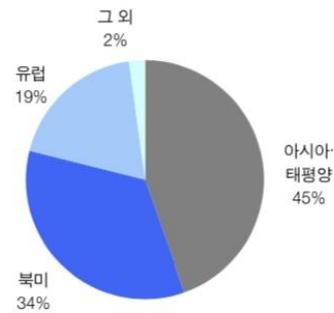
글로벌 카지노, 게이밍 시장은 2015년을 저점으로 2018년까지 완만하게 회복하고 있다. 2014년부터 2018년까지 2.1%의 성장을, 2015년부터 2018년까지 12.2%의 성장을 보였다. 글로벌 게이밍 시장에서 카지노가 차지하는 비중이 31% 수준이고 아시아 태평양 지역에선 카지노가 가장 비중이 큰 게이밍 섹터이고, 유럽 지역에서는 복권이 제일 비중이 높다. 아시아 태평양 지역의 경우 많은 인구를 바탕으로 중화권, 동남아시아, 동북아시아 지역의 고른 카지노 시장의 성장으로 가장 높은 카지노 앤 게이밍 비중이 45%를 차지하고 있다. 이러한 이유가 나타나게 된 배경에는 아시아 태평양 지역이 타 지역 대비 높은 인구성장세와 복합리조트 사업성이 뛰어난 복합리조트 위주의 카지노 사업이 진행되고 있기 때문이다.

〈그림2〉 Global casinos & gaming sector 구분



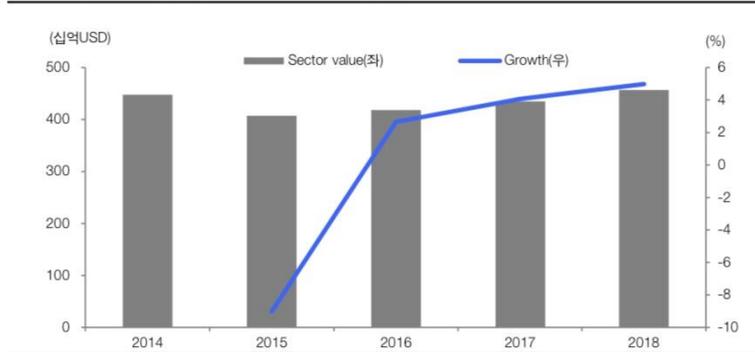
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 Global casinos & gaming sector 지역별 비중



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림1〉 Global casinos & gaming sector value 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

(글로벌 카지노 섹터 비교, 출처: Bloomberg, 현대차증권)

-일본

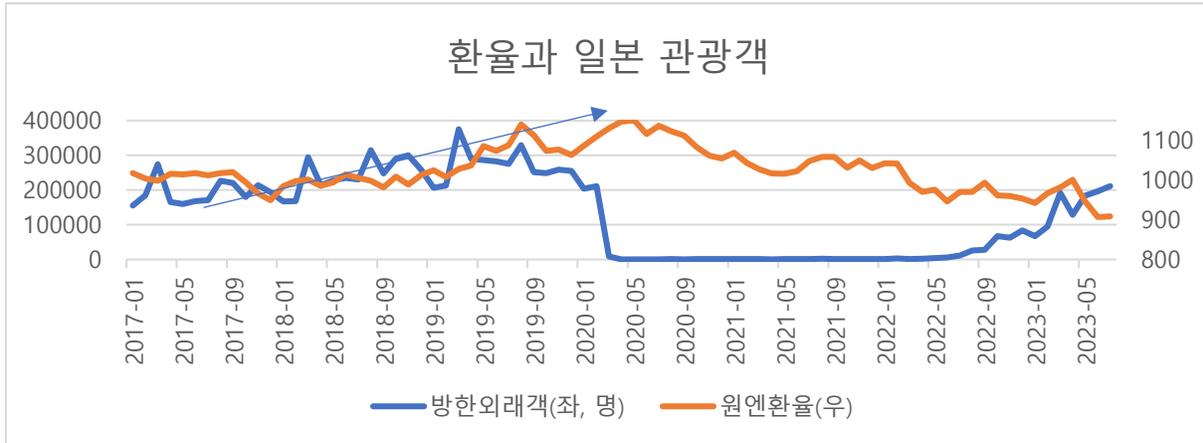
접근성 회복이 가져온 온전한 수요 회복 관측 지난해 10 월, 한일 간 90 일 상호무비자 정책이 부활했다. 이에 한일 간 주요 항공노선도 증편되어 6 월 기준 운항편수는 코로나 19 이전 대비 78% 수준에 도달했다. 이처럼 일본 고객의 국내 외국인 카지노 접근성이 개선됨에 따라, 국내 외국인 카지노 일본 VIP 방문객 및 드롭액은 지속적인 회복세를 보여왔다. 특히 일본 VIP 모객 역량이 두드러지는 파라다이스의 경우, 일본 VIP 지표가 코로나 19 이 전 수준을 상회하고 있다. 특히 눈여겨볼 만한 변화는 평균 인당 드롭액의 상승세이다. 지난해 하반기 하이롤러 위주의 Pent-up 수요가 우선적으로 회복된 탓에 치솟았던 인 당 지출액은, 방문객 수 증가에 따라 안정화되며 GKL 1,500 만원, 파라다이스 3,500 만 원 수준에 수렴했다. 하지만 이 역시 여전히 코로나 19 이전 대비 높다. 추가적으로 상대적으로 일본 VIP 비중이 높은 파라다이스에게는 일본 방한 외국인수가 중요한 지표로 작용한다. 따라서 일본 방한 외국인수에 영향을 주는 원엔환율은 거시적으로 중요한 지표이다. 상대적으로 엔화 강세 국면에서 환차익에 따른 수혜로 관광객 유입이 늘어나는 모습을 해당 자료를 통해 알 수 있다. 물론 코로나 이후 환율과 일본 방한 관광객 자료 사이의 상관관계가 많이 떨어지는 모습을 보여주고 있으며 최근에도 일본 방한객은 증가하나 원엔 환율이 하락하는 모습을 보여주며 엔화 약세 국면에도 방한 일본 관광객 수가 늘어나는 것이 아니냐라고 의문을 가질 수 있다. 우선 코로나 시기에는 해당 인과관계가 작동할 수 없는 국면으로 예외 국면으로 생각할 수 있다. 최근을 살펴보면 23 년 초반에는 엔화 강세를 보이는 지점에서 일본 관광객수가 반등하는 모습을 보여주나 23 년 상반기에는 일본의 초완화적 통화정책에 따른 상대적 엔화 약세라는 거시적 현상과 전세계적으로 물가와의 전쟁으로 긴축이 예상보다 장기화되는 국면이라는 점에서 해당 인과관계가 작동하지 못했다고 판단할 수 있다. 이 두가지의 현상을 제외하면 엔화 강세와 일본 관광객사이에 유의미한 상관관계가 있음을 알 수 있다.

따라서 해당 인과관계에 따른 모멘텀을 중기적 관점(6 개월)에 수혜를 입을 가능성이 있다.

- 1) 주요국과 일본의 엇갈린 통화정책 방향성
- 2) 국제 유가 증가에 따른 물가 상승 압력

지난날까지 주요국과 반대로 가는 통화정책에 따른 이상 현상으로 과하게 일본 엔화가 약세를 보이고 있다. 하지만 해당 완화 정책은 지속적이지 못하고 향후 전환할 가능성이 있다. 일본 역시나 인플레이션을 우려한다는 점, 국제 유가가 최근 급등(산유국 냉방 시즌, 드라이빙 시즌, 공급 축소에 따른 불안감 등)하는 모습을 보여준다는 점에서 일본의 물가에 영향이 큰 유가의 급등은 인플레이션에 대한 우려를 키우고 있다. 최근 우에다 총재도 YCC 정책에 대한 매파적 발언등을 통해서 통화정책 전환을 기대하게 한다는 점이 엔화 강세로 연결될 가능성이 있다. 따라서 앞으로 약달러 강엔화 국면이 전환될 경우 엔화 강세에 따른 일본 관광객의 추가 상승 모멘텀을 받을 가능성이 있다.

○



(환율과 일본 관광객 출처: 한국관광협회)

-중국

VIP 게임センチメント 회복이 우선 마카오 카지노의 경우, 중국의 제로코로나 정책 폐지 이후 유의미한 실적 회복세를 보이고 있다. 올해 1~5 월 기준 마카오 방문객 수는 940 만명으로, 코로나 19 이전인 2019 년 동일 기간 대비 55% 수준이다. 마카오 방문객 중 대부분이 카지노 관광객인 만큼, 카지노 GGR(총 게이밍 매출) 역시 코로나 19 이전 대비 52% 수준으로 회복되었다. 다만 이러한 회복세에서 눈여겨 보아야 할 점은, 대체로 VIP 가 아닌 매스 위주의 성장이 이어지고 있다는 점이다. 마카오 카지노 게임 운영법(Law no.16/2001) 개정에도 카지노 허가권 개수(6 개) 및 세율(40%)에는 변동이 없으며, 지난 12 월 기준 사업자들의 영업권이 갱신되었다. 눈여겨볼 점은 갱신 조건이다. 카지노 사업자들은 향후 10 년간 총 150 억달러를 투자해야 하는데, 그중 90% 이상이 매스 유인을 위한 컨벤션, 테마파크 등 개발에 활용되어야 한다. 이는 마카오의 매스 관광부문을 확대를 통해, 카지노에 대한 경제 의존도를 해소하고자 하는 중국의 5 개년 계획 의도 및 최근 중국 정부의 공동부유 기조와 일치한다. 반면 VIP 게임 수요에 직결되는 정킷 관련 환경은 악화되고 있다. 정킷법 개정으로 영업 파트너 단일 사업자 제한, 정킷 수수료 상한(1.25%) 및 수수료 세금(5%)까지 재도입 된 상황이다. 이뿐만 아니라, VIP 게임 관련 주요 인물들에 대한 법정 판결 역시 중국 VIP 들의 게임 수요 회복을 더디게 하고 있다. 지난 1 월 자금 세탁 및 범죄 연루 등의 혐의로 징역 18 년형을 선고받은 선시티(1 위 정킷 사업자) CEO 앨빈 차우의 항소에 대해, 마카오 검찰은 도리어 형량을 늘려야 한다고 주장했을 뿐 아니라, 7 월 초에는 앨빈 차우 소유 마카오 부동산(36 개, 7.5 천만달러 규모)에 대한 매각 명령까지 내렸다.

2023년 상반기 기준 중국VIP 드롭액이 전체 드롭액에서 차지하는 비중은 GKL 17%, 파라다이스 10%에 불과하다. 코로나19 이전 각각 GKL 37%, 파라다이스 32%에 달했 던 것과 비교하면, 회복은 아직 멀었다. 눈여겨볼 만한 것은, 회복 초기 단계임에도 불구하고 평균 인당 드롭액의 일시적

이전 대비 각각 10% 정도 낮아진 수준이다. 즉, 지난해 일본 고객 접근성 회복 시 관측되었던 하이롤러 Pent-up을 찾기가 어렵다. 중국VIP 수요 회복이 더딘 이유는 항공노선 증편이 온전히 정상화되지 않은 점도 있지만, 마카오 정킷 규제에 따른 VIP게임センチ먼트 전반의 악화가 더 크게 작용하고 있는 것으로 보인다. 국내 카지노 고객 중 정킷 이용 고객이 제한적이라 해도, 아무래도 간접적 실적 타격은 연간 지속될 가능성이 높다. 중국 지표의 경우, VIP게임 중심의 급격한 회복세(Pent-up)보다는 매스 게임 중심의 완만한 회복세를 기대해보는 편이 적절해 보인다.

2)-2 경쟁 현황

아시아 카지노 시장 플레이어들은 주로 싱가포르, 필리핀 등 동남아 지역이나 마카오 등의 홍콩 지역에 있다. 이들 모두 국내 카지노 기업과 마찬가지로 중국 관광객들의 수요가 최근 실적 성장에 영향을 받았다. 카지노의 중심지인 마카오의 경우 제로 코로나 기조 완화 이후 가파른 방문객 수에 의한 회복세를 지속 중이다. 마카오 일평균 방문객은 올해 8월 초 10만명대로 주로 단체 관광객이 아닌 개별관광객 위주로 회복세가 이어지고 있다. 단체관광객의 마카오 방문은 코로나 이전의 10%밖에 회복하지 못했다. 글로벌 카지노 시장에서는 중국인 관광객의 동향이 중요할 것으로 보인다. 국내 카지노 플레이어들도 중국의 한국 단체관광 재개에 따라 수혜를 입을 것은 확실해 보이지만 글로벌 플레이어들과 관광객 유치에 경쟁을 벌이는 구도로 이어질 수 있을 것으로 보인다.

국내 카지노 시장의 주요 플레이어는 파라다이스, 세븐럭 카지노를 운영하는 한국관광공사 산하의 GKL, 내국인 출입을 허용하는 강원랜드, 제주 드림타워 카지노를 운영 중인 롯데관광개발 등이 있다. 이외에도 카지노 사업을 영위하는 기업들이 있으나 상장하지 않은 상태이다. 파라다이스는 인천, 서울, 부산, 제주에 각각 1개소씩 총 4개소의 카지노 사업장을 운영하고 있으며, GKL은 서울에 2개소 부산에 1개소를 운영하고 있다. 롯데관광개발은 제주 지역에 1개소를 운영하고 있다. 강원랜드는 강원 지역에 1개소를 운영하고 있으며 유일한 내국인 출입가능 사업장이다.

-GKL

[부문별 매출액 현황]

[2023년 6월말 기준]

(단위: 백만원)

구분	매출액	비율(%)
테이블	176,375	84.8%
전자테이블	13,394	6.4%
슬롯머신	18,264	8.8%
[합 계]	208,033	100.0%

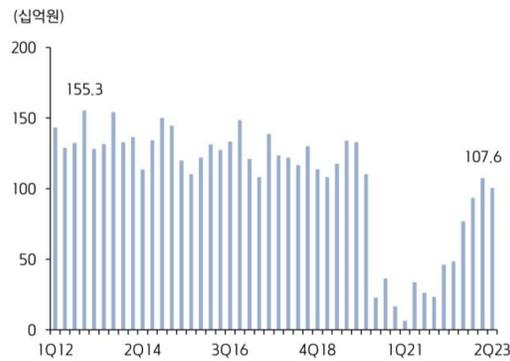
주) 상기 부문별 매출액은 관광진흥개발기금 부과 기준

(부문별 매출액 현황 출처 : GKL)

파라다이스와 달리 호텔, 리조트 등의 복합 파생 서비스는 운영하고 있지 않으며 카지노 사업이 전체 매출액의 대부분이다.

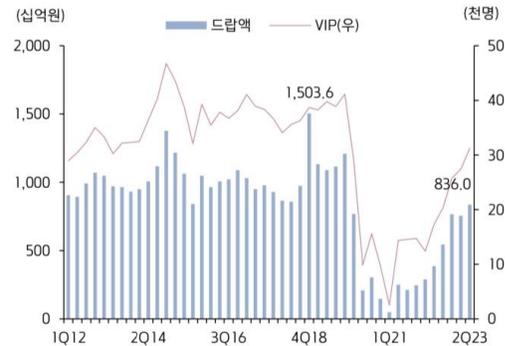
사업현황: GKI은 최근 8월 66.4천명의 방문객을 기록했다. 6월과 7월 60천명이 안되는 부진한 방문객수가 빠르게 회복하고 있는 추세이다. 8월 매출액은 334억을 기록해 전년 8월 대비 45.8% 증가하고 지난 7월 대비 7.3% 상승한 추세를 보여준다. 합산 드랍액은 2933억원으로 전년 동기 대비 50.2%, 전월 대비 19.1% 증가한 모습을 보여준다. 2020년과 2021년 펜데믹 영향으로 드랍액과 vip 방문객이 급감했었는데 작년인 2022년을 시작으로 빠르게 회복하고 있다.

GKL 카지노 매출액 추이



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 드랍액 및 VIP방문객 추이



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

(GKL 분석 출처 : GKL, 키움증권)

-롯데관광개발

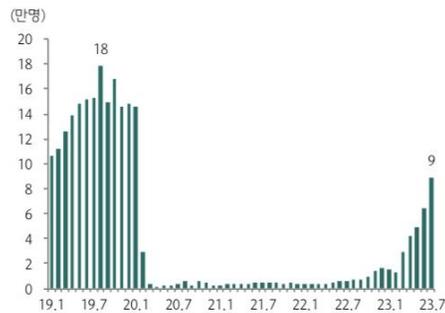
카지노가 가장 높은 매출비중(38.2%)를 지니고 호텔업, 여행업이 나머지 대부분의 매출액을 차지한다

사업부문	제53기 반기 (2023년)	
	매출액	비율
호텔업	41,545	33.49%
리테일	2,309	1.86%
용역	38	0.03%
카지노	48,031	38.72%
여행업	30,946	24.95%
인터넷정보제공	1,178	0.95%
계	124,046	100.00%

(파라다이스 부문 정리 출처 : 파라다이스)

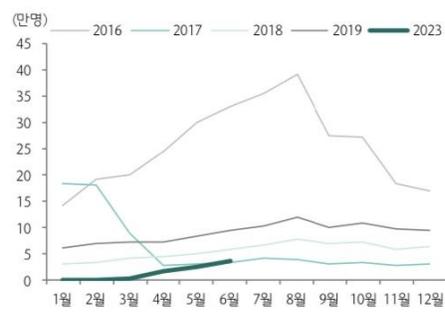
사업현황 - 롯데관광개발은 2분기 매출 769억원 영업이익 -182억원을 기록해 컨센서스 -113억원을 하회했지만 최근 6개 분기 매출액이 400억원대에 머물러 있었던 것을 감안하면 사상 최대 실적을 기록하였다. 6월 항저우/광저우 등의 중국향 노선, 7월 베이징 노선 추가되어 6월 100억원 대의 매출을 7월에 164억원 대의 매출을 기록하였다. 이것에 더해 중국 단체 관광이 6년 만에 허용되고 중국 상해 출발하는 크루즈선 53척이 제주도 기항을 신청했다. 이러한 호재의 영향으로 카지노 개장 이후 흑자전환이 3분기에 이루어질 것을 기대한다.

도표 2. 제주도 외국인 월별 방문객 수 추이



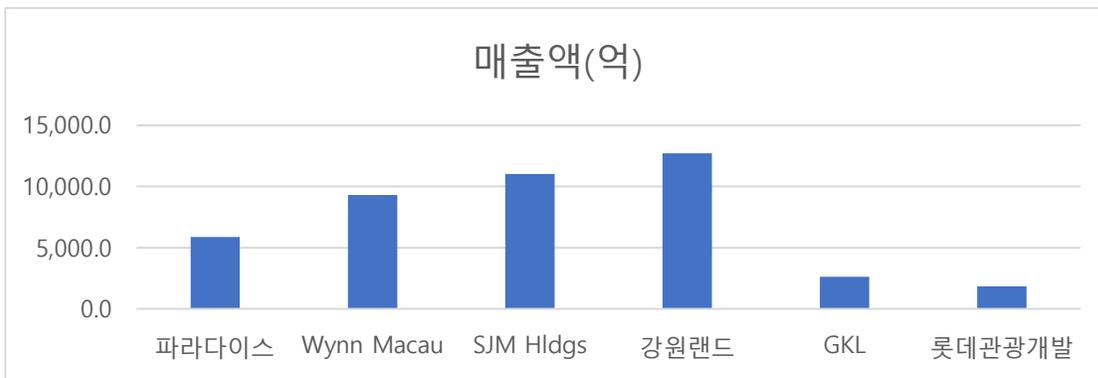
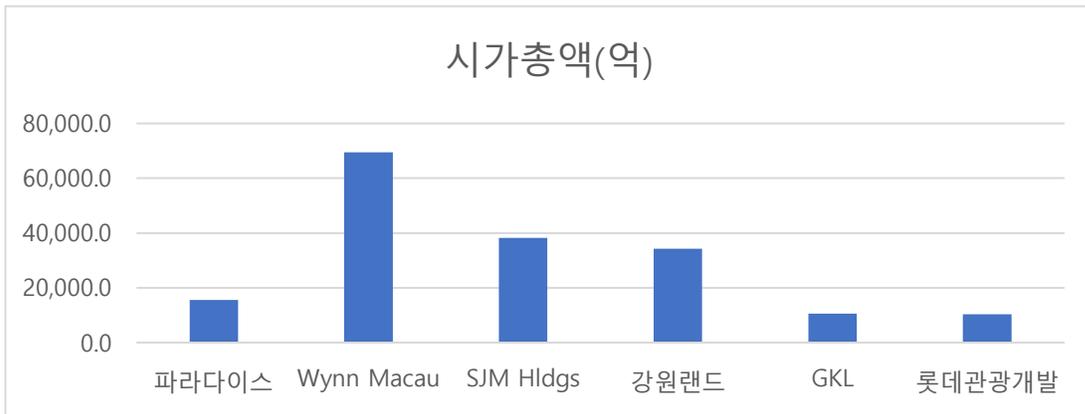
자료: 제주관광협회, 하나증권

도표 3. 제주도 월별 중국인 입도객 추이



자료: 제주관광협회, 하나증권

(제주도 외국인 방문객, 출처 : 제주관광협회, 하나증권)



(글로벌 peer 매출액 출처 : Valuewise)

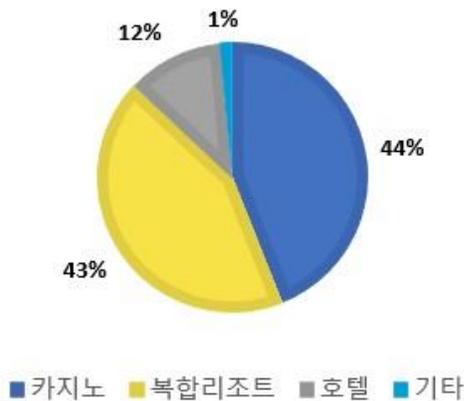
다음은 글로벌 peer 시가총액, 매출액에 대한 자료이다. 글로벌 업종 중 Las Vegas Sands, Galaxy Entertainment Group, Sands China 등의 기업에 상대적으로 적은 시가총액, 매출액을 보인다는 점에서 해당 기업을 제외하고 비교 자료를 작성했다. 국내 기업중에서는 내국인 카지노 업종인 강원랜드가 높은 시가총액을 보여주지만 외국인 카지노 업종에서는 파라다이스가 월등히 높은 성적표를 받고 있다. 다만 마카오, 중국 등의 글로벌 peer 그룹에 상대적으로 부진하다는 점을 매출액과 시가총액 비교를 통해 알 수 있다.

Ⅲ. 기업주요사항

1) 매출 및 실적

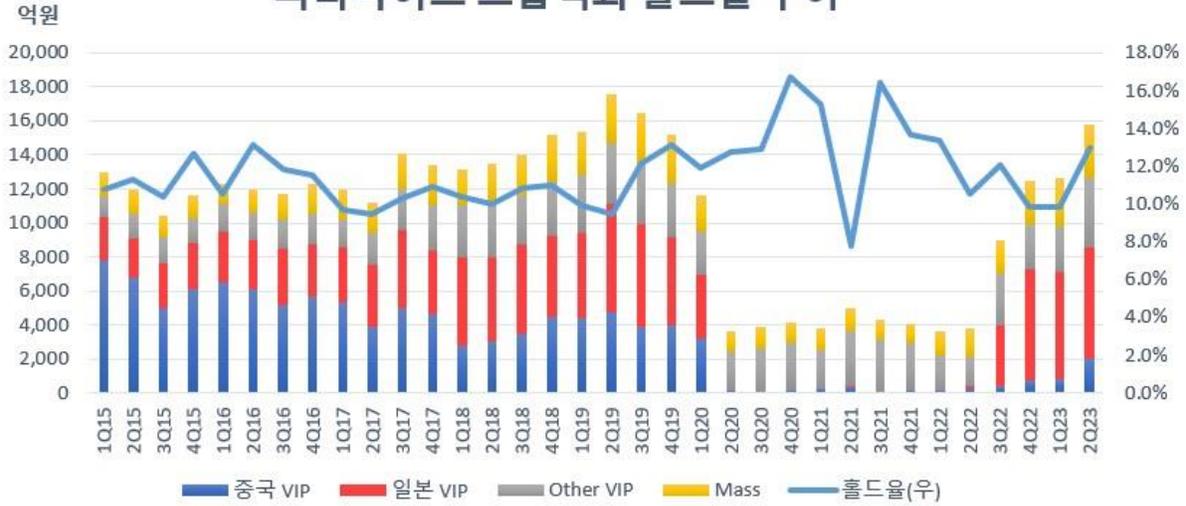
1)-1 제품별, 지역별 매출 현황

파라다이스 매출 비중

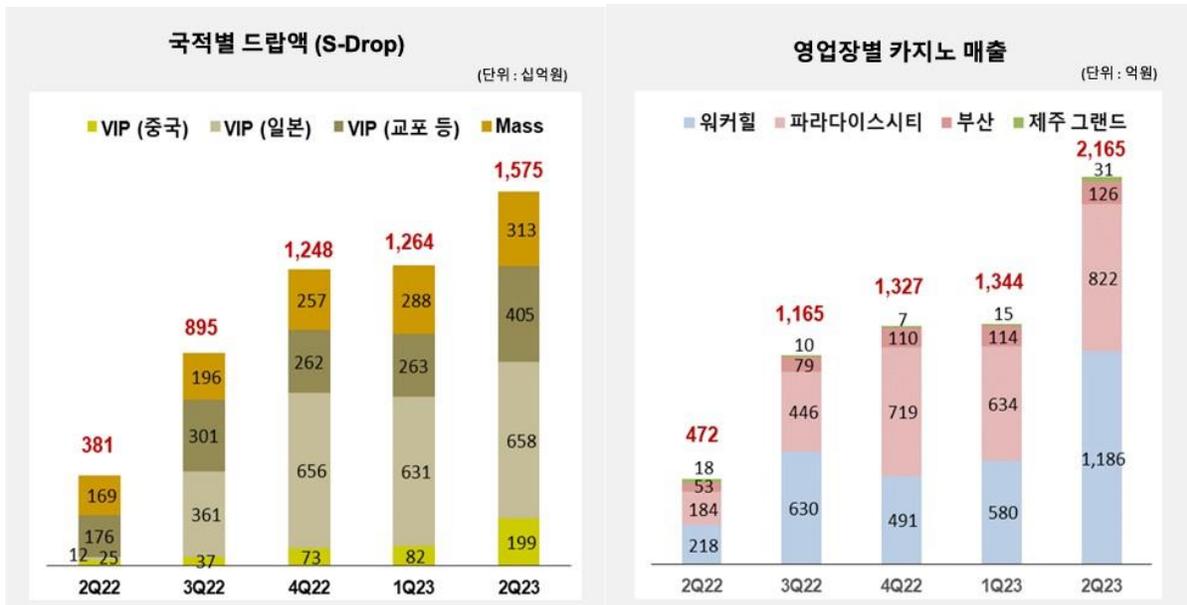


파라다이스는 크게 카지노, 복합리조트, 호텔, 기타 4개의 사업부문이 존재한다. 23년 반기 기준 카지노와 복합리조트 부문이 각각 44%, 43%의 매출 비중을 차지하고 있고 호텔이 12%를 차지하고 있다. 동사 IR 자료에 따르면 복합리조트 부문에서 카지노 매출이 차지하는 비중이 약 72.6%이고 호텔 매출이 차지하는 비중이 약 23.2%이므로 파라다이스 전체 매출에서 카지노 매출은 약 72.5%이며 호텔 매출 비중은 21.6%인 것을 알 수 있다.

파라다이스 드롭액과 홀드올 추이



동사의 Mass와 VIP의 매출 비중이다. 파라다이스는 VIP매출 비중이 약 73%에 Mass 매출비중이 26%로 다른 경쟁사(강원랜드, GKL,롯데관광개발)에 비해 VIP가 매출에서 차지하는 비중이 높은 편이다. 2015년에 시진핑 주석의 도박금지령과 사드배치로 인한 한한령 등의 이슈로 중국 VIP의 드롭액은 지속적으로 감소했고 반면 일본 VIP의 드롭액은 증가했다. 비율로 따져봤을 때도 드롭액에서 중국 VIP가 차지하는 비중은 꾸준히 감소한 반면 일본 VIP가 차지하는 비중은 점차 증가했다.



영업장별 카지노매출은 2022년 4분기 기준으로 워커힐 626억원, 파라다이스시티 445억원, 부산 79억원, 제주 그랜드 10억원을 차지하여 워커힐과 파라다이스시티의 카지노 매출이 대부분을 차지하고 있다는 것을 알 수 있다.

1)-2 매출 경로

파라다이스의 카지노 판매경로는 운영하는 기준에 따라 고객의 등급별로 콤프(항공료, 호텔숙박, 식음료 등)를 제공하여 VIP 고객을 모객하는 것이다. VIP 가 아닌 일반 관광객 유치를 위해서는 마일리지 제도, 광고/홍보 활동 및 여행사와의 연계를 통해 유치한다.

판매방법은 고객의 종류에 따라 다른데 크게 VIP 고객과 Mass 고객으로 분류할 수 있다. VIP 고객은 1 회 방문시 드롭액/베탱액이 일정수준 이상이 되는 고객으로 VIP 카드발급을 통해 관리되고 있다. 마케팅 인력을 통해 적극적으로 모객, 관리 되고 있으며, 콤프 등의 비용을 수반하기도 한다. 국내의 외국인 전용 카지노 매출에서 큰 비중을 차지하는 고객 군이다. MASS 고객은 VIP 고객은 아니지만, 마일리지 카드 발급을 통해 관리되고 있는 마일리지 고객과 단체 관광객과 같이 일회성으로 카지노를 방문하는 일반 고객을 지칭한다. 주로 슬롯머신과 소액 테이블 게임을 선호한다.

1)-3 최근 5 개년 매출액, 영업이익



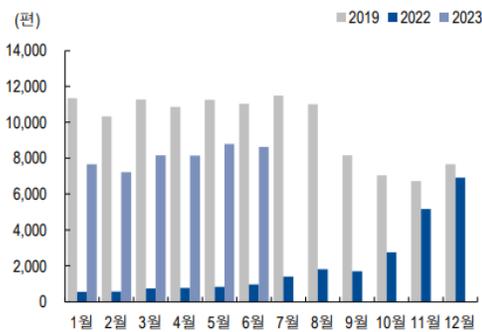
23년 반기 기준 파라다이스 매출액은 약 4670억원으로 전년 동기(2050억) 대비 127.8% 증가했다. 특히 카지노(234.4% yoy)와 복합리조트매출액(120.8% yoy)의 실적 회복이 매출액을 끌어올린 것으로 보인다. 특히 영업이익률도 15.8%를 기록하며 전년 동기 영업이익률인 -22.5%에서 흑자전환을 넘어 엄청난 회복을 한 것을 알 수 있다.

동사의 IR 자료에 따르면 22년 7월 일본 VIP 고객의 본격 입국 시작과 함께 22년 한일 무비자 정책 재개로 VIP와 Mass 모두 드롭액 증가 추세가 지속되었기 때문에 이가 가능했던 것으로 보인다. 특히 2Q23은 코로나 팬데믹 이전인 2Q19에 대비해서도 카지노 매출이 12.8% 증가한 것을 알 수 있다.

일본 VIP 드롭액은 코로나 이전인 2019년 보다도 더 높으며(Pent-up 수요) 아직 방문객 수가 2019년 대비 80%밖에 회복하지 못한 점을 생각해보았을 때 방문객 수 회복시 드롭액이 더 커질 수도 있다.

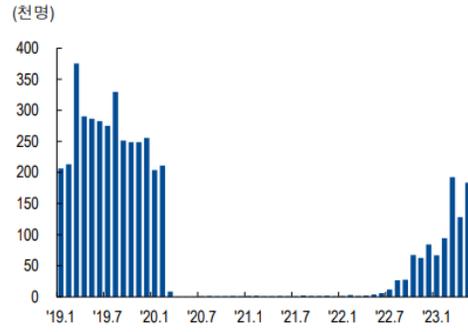
중국 단체 관광 재개로 인한 중국 VIP의 회복을 기대하기는 다소 어려울 수 있다. 마카오 정킷 규제에 따른 VIP게임センチ먼트 전반이 악화되고 있기 때문이다. 다만 중국 방문객 추이가 급증하고 있기 때문에 Mass 드롭액의 증가를 기대할 수 있다. 실제로 드롭액비중에서 Mass가 차지하는 비중은 늘어나고 있는 추세이다.

그림3. 한일 국제선 운항 편수 추이: 코로나 이전 대비 78%



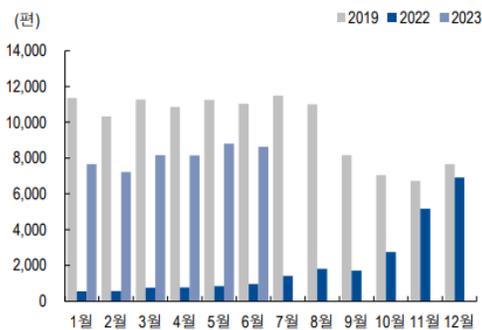
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, NH투자증권 리서치본부

그림4. 일본인 인바운드 추이: 코로나 이전 대비 65%



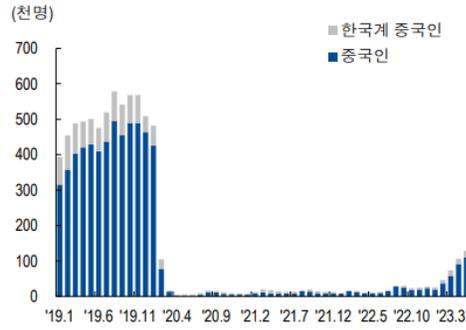
자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부

그림9. 한중 국제선 운항 편수 추이: 코로나 이전 대비 58%



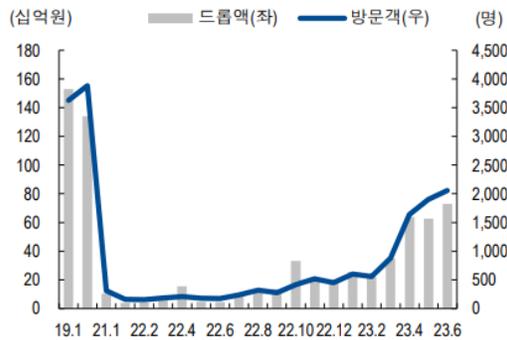
자료: 한국공항공사, 인천국제공항공사, NH투자증권 리서치본부

그림10. 중국인 인바운드 추이: 코로나 이전 대비 30~40%



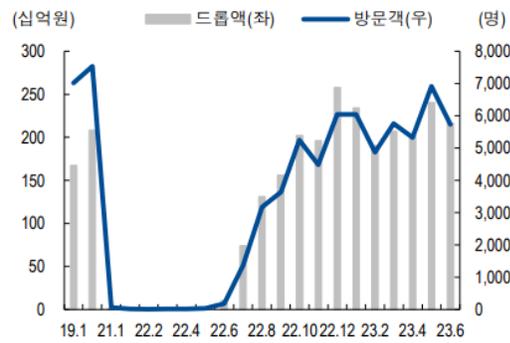
자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부

그림11. 파라다이스 중국인VIP 월별 드롭액, 방문객 추이



자료: 파라다이스, NH투자증권 리서치본부

그림5. 파라다이스 일본인VIP 월별 드롭액 및 방문객 추이



자료: 파라다이스, NH투자증권 리서치본부

2) 지배 구조와 최근 이슈

2)-1 최대주주 및 기업 지배구조

당사의 최대주주는 (주)파라다이스글로벌(영문명 : PARADISE GLOBAL Co., Ltd.)이며, 그 보유주식수 및 지분율은 34,767,536 주(37.93%)로서, 2023년 2분기 말 기준 특수관계인을 포함하여 42,082,139 주 (지분율 45.90%)를 보유하고 있다.

(1) 최대주주(법인 또는 단체)의 기본정보

명칭	출자자수 (명)	대표이사 (대표조합원)		업무집행자 (업무집행조합원)		최대주주 (최대출자자)	
		성명	지분(%)	성명	지분(%)	성명	지분(%)
(주)파라다이스글로벌	7	최종환	-	-	-	전필립	67.33
		황현일	-	-	-	-	-

- 전필립 회장과 세 남매, 파라다이스글로벌 통해 회사 지배

전 창업주가 아들인 전필립 회장에게 회사를 물려줬듯, 전 회장도 3세들의 승계 기반을 일찍이 닦았다. 파라다이스그룹의 지배구조는 전필립 회장 일가→파라다이스글로벌→파라다이스로 이어진다. 그룹의 지주회사 역할을 하는 파라다이스글로벌은 2000년 초반까지만 해도 부산 카지노 사업을 담당하는 전 회장의 개인회사였다. 그러나 2004년 전 창업자가 보유한 파라다이스, 파라다이스산업, 파라다이스제주 등 지분을 증여하며 그룹 지배구조의 정점으로 떠올랐다.

전 회장은 2005년 인천 카지노를 운영하는 파라다이스인천 지분을 세 자녀 전우경·동혁·동인 씨에게 20%씩 넘겼다. 당시 만 10세 이하였던 세 사람은 그룹 계열사의 어린이 주주가 됐다. 2011년 파라다이스인천이 파라다이스글로벌에 흡수합병되면서 세 남매가 지주사 지분을 총 20.10%

보유하게 됐다. 현재 전 회장과 세 자녀의 파라다이스글로벌 지분율은 87.43%에 이른다. 전 회장의 세 자녀는 아직 경영 활동에 참여하고 있지 않은 것으로 알려졌다.

2)-2 최근 이슈

신용보강과 유동성을 챙긴 성공적인 리파이낸싱

● 유동성 확보

올해 8월, 7,250억원가량의 차입금에 대하여 리파이낸싱이 진행되었다. 합작사인 세가사미홀딩스와 협력하여 1,000억원을 유상증자하고, 1,250억원의 운영자금을 확보하였다. 이에 따라서 차입금 규모가 5,000억원대로 축소되었다. 더불어 운전자금 300억원을 추가 확보하며 유동성을 보완하고자 했다.

파라다이스, 타인에 대한 담보제공 결정			
1. 채무자	㈜파라다이스세가사미		
-회사와의 관계	자회사		
2. 채권자	하나은행 외 리파이낸싱 대주단		
3. 채무(차입)금액(원)	530,000,000,000		
4. 담보제공 내역	담보설정금액(원)	636,000,000,000	
	자기자본(원)	1,685,166,887,328	
	자기자본대비(%)	37.7	
	대기업해당여부	해당	
	담보제공재산	㈜파라다이스가 보유한 ㈜파라다이스세가사미 보통주 49,576,129주	
	담보제공기간	시작일	2023-06-19
	종료일	2028-06-19	
5. 담보제공 총 잔액(원)	639,252,600,000		

<그림> 파라다이스 신규 리파이낸싱

● 신용보강

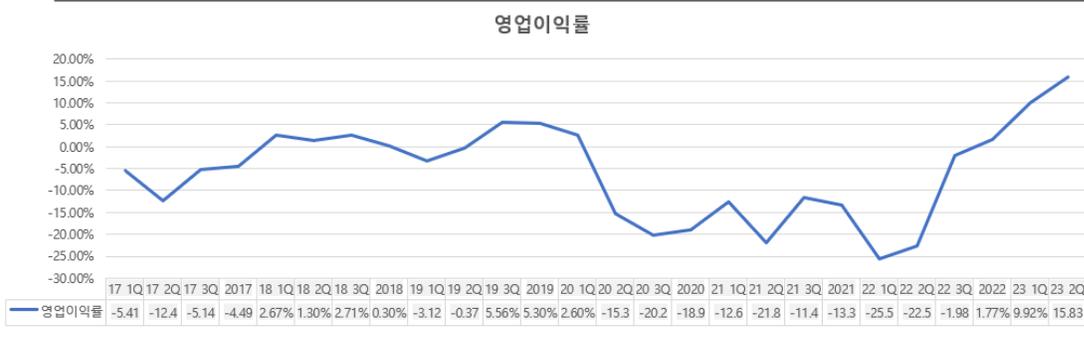
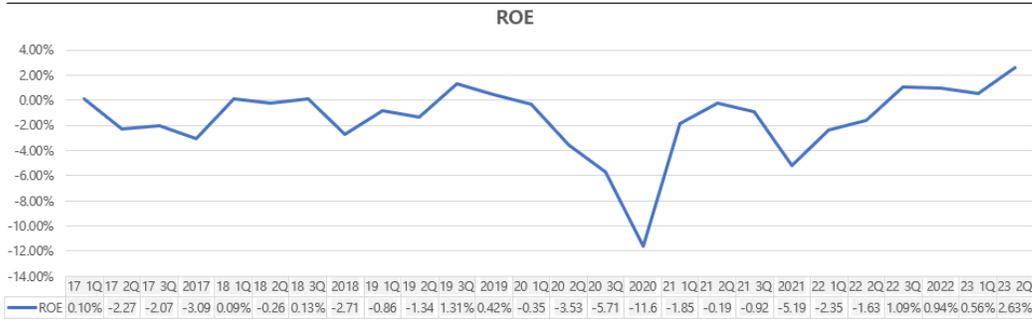
이번 리파이낸싱에서 가장 중요한 지점은 대주단이 PF에서 제1금융권으로 변화했다는 것이다. 이는 파라다이스가 보유한 투자 부동산(파라다이스시티)의 가치, 그리고 영업 활동의 안정성을 인정받아 '파라다이스세가사미'에 대한 신용보강이 진행되었기 때문이다. 파라다이스의 영업 활동이 안정적이라는 사실은 카지노사업의 영업권에 대하여 손상차손이 반영되지 않은 것이 증명한다. 그만큼 카지노 사업은 코로나19로 인해 불가피하게 일시적으로 영업을 중단하기도 했지만 비탄력적 수요를 기반으로 안정적인 수익을 창출하고 있다는 의미라고 풀이할 수 있다.

구분	2022년 말			
	영업권	제가입권	기타의무형자산	합계
기초	142,423,120	1,376,744	8,495,038	152,294,902
취득	-	-	-	-
상각비	-	-	-3,882,565	-3,882,565
기말	142,423,120	1,376,744	4,612,473	148,412,337

<그림> 파라다이스 세가사미, 무형자산 장부금액

4) 재무 분석

● 수익성 재무지표



-당사의 ROE와 영업이익률은 코로나로 영업활동이 어려웠던 2020~2021년에는 불안정한 모습을 띄었지만, 22년을 기점으로 **상승하는 추이**에 있음을 확인할 수 있다.

-특히 올해 2분기 영업이익률의 경우 2019년의 수준을 **훌쩍 뛰어넘**긴 15.83%이다.

● 안정성, 활동성 재무지표

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
안정성						
이자보상비율	-1.195219124	0.072727273	0.998076923	-1.578754579	-0.855813953	0.155455904
당좌비율	-97%	-169%	-365%	-132%	-150%	-174%
활동성						
총자산회전율	0.274298854	0.249968262	0.282215307	0.136985061	0.119390518	0.167335896
자기자본회전율	0.516508157	0.484349056	0.610522379	0.316615513	0.273705758	0.348682649
매출채권회전율	52.5984252	35.47747748	31.09206349	84.05555556	55.26666667	29.52763819

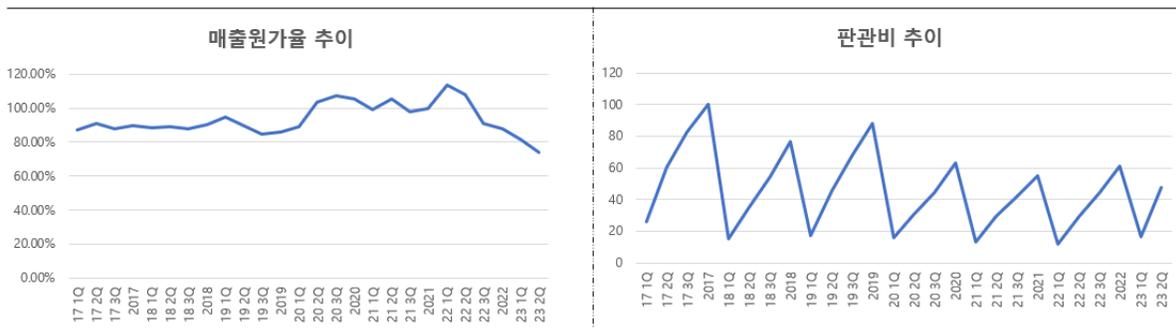
<표> 안정성 및 활동성 지표

-2022년까지 당좌비율은 불안정하였으나, 올해 2분기 19%로 회복한 것을 확인할 수 있다.

-이자보상비율이 꾸준히 증가하는 추이에 있다.

-총자산회전율과 자기자본회전율은 감소하는 추이에 있지만, 매출채권 회전율이 증가하는 추이에 있다.

● 매출원가와 판관비가 설명하는 사업다각화

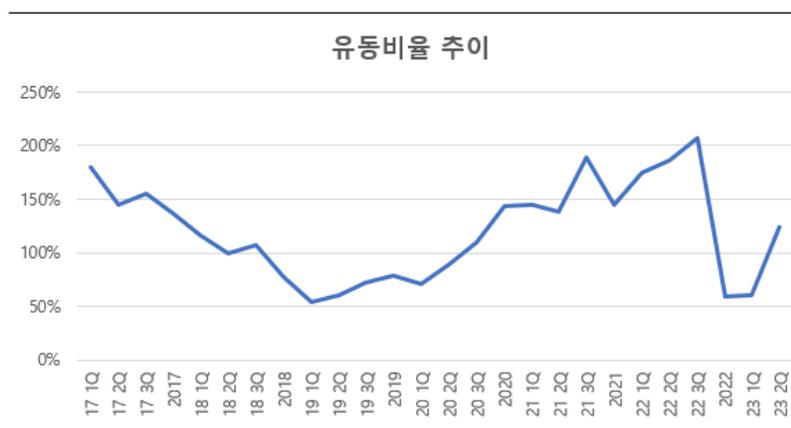


-당사의 사업 다각화로 인하여 매출원가율이 최근 들어 다시 증가하는 추이에 있음을 확인할 수 있다. 이는 현금 비중이 높은 카지노와 달리, 매출채권이 발생하는 비카지노 사업의 특성에서 기인한다.

-2022년에 당사의 매출원가율이 크게 감소하였는데, 이는 팬데믹 기간이 종결된 뒤 현금 비율이 높은 카지노부터 실적이 크게 개선되었기 때문이다.

-올해 세가사미 파라다이스와 진행한 공격적인 일본 마케팅 비용으로 인하여 판관비가 증가하였으나, 이는 일시적임을 전망할 수 있다. 지난 5년간 판관비 추이가 꾸준하지 않았으며, 일시적으로 증가했다 감소하는 패턴을 보이고 있기 때문이다. 더불어 판관비의 금액 자체는 오히려 감소하고 있다.

● 유동비율의 회복



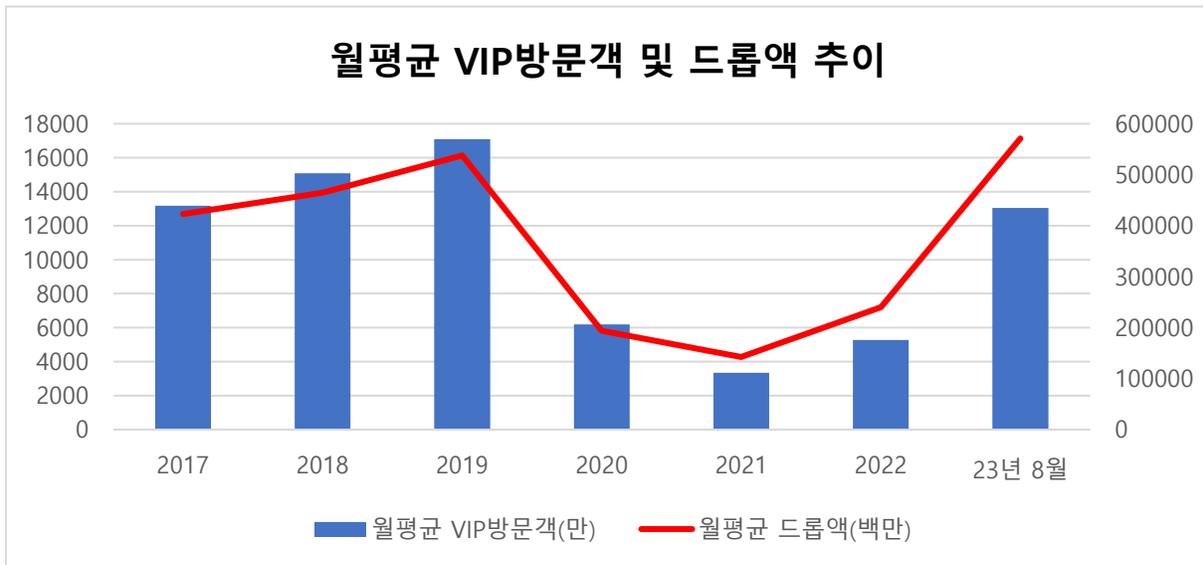
-당사의 유동비율은 2022년 3분기를 제외하고는 200% 미만으로 유지되는 경향이 있다. 특히 2022년에 유동비율이 크게 꺾였는데, 이는 리파이낸싱에 대한 상환일이 도래함에 따라서 유동부채가 3배 이상(약 1조) 증가했기 때문이다. 그러나 최근 부채의 규모를 축소하며 리파이낸싱에 성공, 유동부채 역시 감소함에 따라 유동비율이 다시 증가하는 추이에 있다.

IV. 투자 포인트

1. 상방이 열려있는 매출회복 기대

2Q23 연결 기준 파라다이스 실적은 매출액 2735 억(QoQ +43.7%), 영업이익 549 억(QoQ +188.5%)을 기록했다. 엔데믹 이후 꾸준히 매출회복세를 지속하다가 이번분기에는 정말 우수한 실적을 거두었다. 이번 분기는 2019 년 수준을 넘어 역대 최고 수준을 기록하였다. 모든 사업분야에서 직전분기보다 뛰어난 실적을 보여줬지만 특히 카지노 부문에서의 매출액이 지난 분기 대비 +89.4%의 성장률이 이를 이끈 것으로 보인다. 카지노 방문객 수는 아직 2Q19 년의 65% 선에 머무르고 있으나 1 인당 드롭액이 2Q19 대비 높은 수준에 형성되어 있고 2Q19 대비 일본, 중국, 기타 VIP 드롭액 회복률은 103%, 62%, 115%을 기록하며 일본 VIP 중심으로 드롭액이 매우 회복되었기 때문에 이를 가능하게 만들었다.

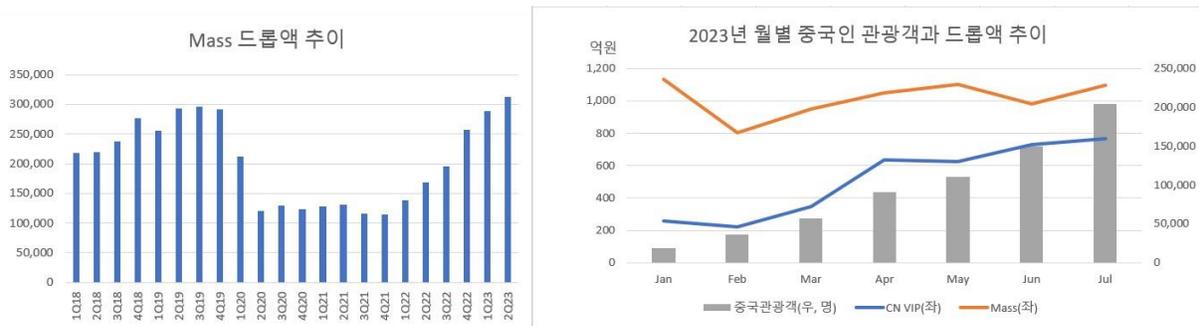
당사의 실적이 가장 좋았던 때는 2019년이다 이때 평균 드롭액이 5337억인데 이미 저번 8월 드롭액이 5711억을 기록하여 2019년 평균 드롭액을 넘어섰다. 하지만 저번 8월 VIP방문객수는 13,470명으로 2019년 월평균 VIP방문객수인 17,089명을 하회한다. 지난 8월 드롭액은 이미 2019년 평균을 넘어섰는데 VIP방문객수는 아직도 회복이 안된 것이다. VIP방문객수가 2019년 수준으로 회복한다면 매출은 더욱 상승할 전망이다.



2. 중국정부의 단체관광허용

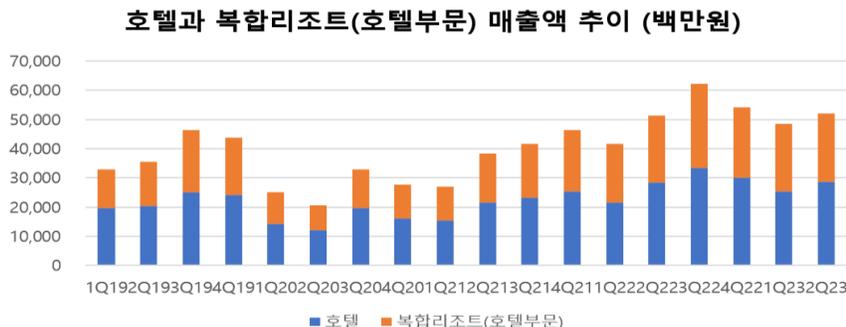
중국인 관광객수와 카지노 매출액 간 상관관계수는 0.6에 달한다. 한국 단체관광 재개에 따른 중국인 관광객 확대가 결국 카지노 방문객 수, 특히 매스 방문객 수의 가파른 회복으로 이어질 가능성이 크다. 지난 코로나 이후 중국인 관광객수가 급감하면서 카지노시장의 매출액이 크게 감소하였고, 특히 외국인전용 카지노 매출액이 크게 타격을 보았고 동사도 피해를 피해갈 수는 없었다. 엔데믹 이후 지난 8월 중국의 한국단체관광이 허가되었기 때문에 매출액이 증가할 것으로 기대된다.

이미 올해 1~7월까지의 중국인 관광객 수 522,906명으로 2022년 한해 중국인 관광객수인 66,523명을 아득히 뛰어넘었기 때문에 이번 8월 단체관광허용은 더욱 중국인 관광객수 증가에 불을 지필 것으로 기대된다. 물론 단체관광 특성 상 방문객의 드롭액 및 지출액은 VIP에 비해 다소 제한적일 것으로 보인다. 실제로 중국인 인바운드와 중국VIP드롭액의 상관관계는 낮은편이다. 하지만 2017~2022년 파라다이스의 매스고객 드롭액과 중국인 관광객수의 상관계수는 0.9로 매우 유의미한 지표를 나타내고 있다. 따라서 이미 매스고객 드롭액이 19년도 대비 완전히 회복된 상태에서 중국인 관광객수가 코로나 이전수준으로 회복되면 매스드롭액이 더 커질 것으로 보인다.



3. 호텔부문에서의 호조세

파라다이스는 카지노부문뿐만 아니라 호텔부문에서도 호조세이며 앞으로도 좋아질 것으로 기대된다. 호텔부문에서 빠르게 회복함과 동시에 이미 19년도 코로나 이전의 매출을 초과하였다. 특히 ADR이 높아지면 Occ가 무너지기 마련인데 전 분기 대비 동시에 상승하였다. 2분기는 호텔의 비수기인점을 고려해봤을 때 매우 좋은 수치이다. 이는 카지노사업과 호텔 사업으로 이루어진 복합 리조트에서의 호텔부문인 파라다이스시티에서도 마찬가지이다. 복합리조트의 호텔부문은 파라다이스시티와 아트파라디소로 나뉘어져 있다. 아트파라디소가 코로나 기간인 2020년 7월부터 지난 2023년 7월까지 휴장하여 20년 3분기부터 23년 2분기까지는 파라다이스시티에서의 매출만 발생하는 상황에서 이미 파라다이스시티와 아트파라디소가 동시에 운영하였었던 때의 매출액을 초과하였다. 3분기부터는 아트파라디소의 재개장으로 인하여 아트파라디소의 매출도 포함된다. 따라서 호텔 부문 점유율 및 ADR 증가세 지속, 아트파라디소 재개장효과, 그리고 3분기 호텔 성수기 효과가 기대되기 때문에 3분기에 높은 실적을 달성할 것으로 예상된다.



• 파라다이스 호텔 영업 현황

호텔		2020년				2021년				2022년				2023년	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
파라다이스시티	Occ.(%)	48.9	27.8	36.7	38.0	38.2	52.0	44.4	63.7	57.3	61.7	69.3	71.9	74.5	75.6
	ADR(천원)	295	281	394	302	290	316	438	331	364	372	453	376	366	367
아트 파라디소	Occ.(%)	61.0	56.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	ADR(천원)	318	316	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
파라다이스 호텔 부산	Occ.(%)	44.4	44.7	66.6	53.1	52.1	72.8	65.4	75.3	62.9	83.8	84.0	81.8	73.3	82.0
	ADR(천원)	252	238	324	262	257	271	351	293	292	299	394	314	297	307
Embassy Suites Orlando Downtown	Occ.(%)	79.6	21.2	38.1	52.3	68.9	78.8	69.7	81.3	81.8	78.2	73.4	88.0	91.6	87.5
	ADR(US\$)	185	123	121	127	137	133	155	178	189	182	165	192	202	185

※ 참고 : 아트 파라디소는 '23년 7월 15일 재개장하였음 (임시휴장기간 : '20.07.01 ~ 23.07.14)

V. 리스크

1. 전환사채 리스크

파라다이스는 파라다이스는 코로나를 겪었던 2021년 약 2,000억원, 이자율 0%의 조건으로 전환사채를 발행하였다. 이는 2026년 8월까지 주식으로 전환 가능하다는 점에서 잔존 만기가 긴 편이며, 따라서 추가적인 전환청구권 행사에 따른 신주 상장이 예상된다. 발행당시 전환가액은 16,819원으로 전환에 따라 발행할 주식수는 1189만 1313주로 주식총수대비 11.56%에 해당한다. 현재는 전환가액이 조정되어 15,066원으로 전화가능 주식수는 1327만 4923주로 조정되었고 23년 1분기에 총 100억원이 전환청구 되어 전화가능주식수가 663,734주 감소하였다. 하지만 아직도 1800억원 규모의 전환사채가 존재하며 이는 주가에 악영향을 미칠 가능성이 존재한다.

나. 미상환 전환사채 발행현황

(기준일 : 2023년 06월 30일)

(단위 : 백만원, 주)

종류\구분	회차	발행일	만기일	권면(전자등록) 총액	전환대상 주식의 종류	전환청구가능 기간	전환조건		미상환사채		비고
							전환비율 (%)	전환가액	권면(전자등록)총액	전환가능주식수	
제7회 무기명식 이권부 무보증 전환사채	7	2021.08.12	2026.08.12	200,000	보통주	2022.8.12 ~ 2026.7.12	100	15,066	189,000	12,544,806	-
합계	-	-	-	200,000	-	-	-	-	189,000	12,544,806	-

※ 조정가액 적용 기준일인 2022년 8월 12일 시가하락에 따라 전환가액은 16,819원에서 15,066원으로, 전환가능주식수는 11,891,313주에서 13,274,923주로 조정되었습니다.

※ 2023년 1분기에 총 100억원이 전환청구되었으며 전환가능주식수가 663,743주 감소하였습니다.

2. 인천 영종도 인스파이어리조트 개장

2023 년 하반기에 인천 영종도에 미국 내 다수의 복합리조트를 운영 중인 모히건 선과 국내 대기업 KCC 가 공동출자하여 설립한 특수목적 법인인 인스파이어가 인스파이어리조트를 개장한다. 인스파이어리조트는 무료 6 조원에 달하는 사업비가 투자된 동북아 최대 규모의 복합리조트이다. 호텔 객실 규모는 파라다이스시티에 비해 500 객실이 더 많고 카지노 시설 또한 3 만 1000 m² 규모로 국내 최대인 강원랜드의 두 배가 넘는다. 이러한 신설 대형 복합리조트가 파라다이스시티가 위치한 인천 영종도에 개장되기 때문에 고객유출 리스크가 존재한다. 현재 인천에는 인천국제공항과 가까운 지리적 이점을 가지고 있는 영종도에 파라다이스시티의 카지노만 존재하고 있어 사실상 공항주변의 카지노는 파라다이스가 독점하고 있는 상황이다. 이런 상황에서 영종도에 강력한 경쟁자인 인스파이어리조트는 파라다이스시티에 위협이 될 수 있다.

인천 영종도 복합 리조트 현황

	파라다이스시티	인스파이어 리조트
개장시기	2017년 4월 1단계 개장	2023년 10~11월 예정
위치	인천국제공항 제1국제업무지구 (1터미널에서 5분 거리)	인천국제공항 제3국제업무지구 (1터미널에서 10분 거리)
규모	33만m ²	46만m ²
시설	호텔 711객실 카지노 슬롯·게임테이블 등 총 472대 아트스페이스 등 3000여점 작품 전시, 씨메르(실내 워터플라자), 원더박스(실내 패밀리 테마파크) 등	호텔 1200여 객실 카지노 슬롯·게임테이블 등 850대 국내 최초 1만5000석의 다목적 공연장 아레나, 스몰러시베이(워터파크), 뮤지엄 등
경제적 효과	개장 초기 3200여명 채용	개장 초 3500여명 채용 예정
특징	올해 개장 6주년	국내 최대 규모 복합 리조트 조성 목표

3. 중국 경기침체로 인한 관광객수 증가 제한 리스크

최근 중국의 경기 부진이 민간 소비 침체로 이어져 생각보다 중국인 관광객 증가폭이 제한적일 것이라는 리스크가 존재한다. 실제로 2 분기 중국 GDP 는 YoY +6.3%로 시장 예상인 YoY +7.3%를 하회하였고 최근 중국경제는 소매판매, 수출 , 수입과 같은 거시경제지표에서 성장도 둔화되고 있다. 또한 6 월 발표된 청년실업률은 21.3%를 기록하는 등 최근 중국은 경기침체에 빠졌다.

줄어드는 동남아 중국인 관광객

(단위%) ※2019년 대비2023년중국관광객비중



자료: 시리움(Cirium)

실제 한국보다 먼저 올해초 단체관광이 재개된 인도네시아 태국 싱가포르 베트남 필리핀 등의 동남아시아 국가들의 선례를 확인해볼 수 있다. 코로나 이전인 2019년 대비 이들 동남아 국가에서의 중국인 관광객수 14~39% 감소하여 단체관광 재개에도 회복이 더딘 것으로 확인되었다. 실제로 올해 1분기 중국인 해외관광객 중 단체관광은 1.6%에 불과하였다. 이러한 영향으로 단체관광 재개로 인해 중국인 유커 효과를 기대한 대부분의 동남아 국가들은 예상보다 저조한 관광객수 실적을 기록했다. 이런 동남아 국가들의 선례를 보았을 때 단체관광 재개로 인한 중국인 관광객 증가효과가 예상보다 크지 않을 수 있다는 리스크가 존재한다.

VI. 밸류에이션

DCF Valuation

본 리서치 팀은 적정주가 산출을 위해 현금흐름할인모형을 사용하였다. 현금흐름할인모형은 평가대상으로부터 기대되는 미래 현금유입액을 측정 후 할인율을 적용하여 현재가치를 산정하는 방법으로 파라다이스의 WACC 10.17%, 영구성장률 2.5%를 적용한 목표주가는 19,580원으로 Upside Potential은 18%이다.

1. 매출추정

(백만원)	Walkerhill						(백만원)	P-City					
	Drop	Hold %	테이블매출	슬롯 매출	정킷 매출	카지노 매출		Drop	Hold %	테이블매출	슬롯 매출	정킷 매출	카지노 매출
	2016	2,445,531	13.43%	328,471	22,608			351,079	2016	876,090	10.30%	90,276	5,606		95,882
2017	2,295,476	10.87%	249,449	22,016	1,587	273,052	2017	1,364,730	12.15%	165,868	9,004		174,872
2018	2,388,983	11.37%	271,741	21,656	-404	292,993	2018	2,156,220	10.67%	230,118	15,457	2,991	248,566
2019	2,581,178	10.42%	269,001	21,628	773	291,402	2019	2,669,164	12.66%	337,923	17,651	20,015	375,589
2020	1,077,048	15.04%	162,028	11,354	1,752	175,134	2020	943,779	11.83%	111,683	10,552	4,810	127,045
2021	1,043,952	12.76%	133,184	9,008		142,192	2021	500,243	14.62%	73,136	11,130	2,434	86,700
2022	1,453,054	9.95%	144,599	13,953		158,552	2022	1,200,689	12.01%	144,205	13,471		157,676
2023E	2,560,112	11.98%	306,656	22,106		328,762	2023E	2,657,556	12.04%	319,874	18,612		338,486
2024E	2,629,235	11.98%	314,936	22,106		337,042	2024E	2,729,310	12.04%	328,510	18,612		347,122
2025E	2,700,224	11.98%	323,439	22,106		345,545	2025E	2,803,001	12.04%	337,380	18,612		355,992
2026E	2,773,130	11.98%	332,172	22,106		354,278	2026E	2,878,682	12.04%	346,489	18,612		365,101
2027E	2,848,005	11.98%	341,141	22,106		363,247	2027E	2,956,407	12.04%	355,845	18,612		374,457
2028E	2,924,901	11.98%	350,351	22,106		372,457	2028E	3,036,230	12.04%	365,452	18,612		384,064

(백만원)	Jeju Grand						(백만원)	Busan					
	Drop	Hold %	테이블매출	슬롯 매출	정킷 매출	카지노 매출		Drop	Hold %	테이블매출	슬롯 매출	정킷 매출	카지노 매출
	2016	569,264	9.23%	52,547	2,685			55,232	2016	941,193	10.25%	96,519	5,042		101,561
2017	398,210	7.89%	31,414	1,151		32,565	2017	1,017,157	6.70%	68,109	4,282		72,391
2018	225,453	9.92%	22,373	2,160		24,533	2018	805,190	8.03%	64,636	3,323		67,959
2019	389,755	10.06%	39,215	1,164		40,379	2019	813,180	8.76%	71,232	4,299	2,338	77,869
2020	96,622	9.87%	9,539	535		10,074	2020	212,144	10.01%	21,234	2,444	1,022	24,700
2021	55,741	2.79%	1,557	372		1,929	2021	110,133	13.55%	14,925	2,461		17,386
2022	36,623	11.39%	4,171	361		4,532	2022	191,922	13.51%	25,926	3,451		29,377
2023E	116,192	8.74%	10,152	228		10,380	2023E	344,952	10.12%	34,893	3,112		38,005
2024E	133,621	8.74%	11,675	262		11,937	2024E	396,695	10.12%	40,127	3,112		43,239
2025E	146,983	8.74%	12,842	302		13,143	2025E	456,199	10.12%	46,146	3,112		49,258
2026E	161,681	8.74%	14,126	347		14,473	2026E	524,629	10.12%	53,088	3,112		56,180
2027E	177,849	8.74%	15,539	399		15,938	2027E	603,323	10.12%	61,029	3,112		64,141
2028E	195,634	8.74%	17,093	459		17,551	2028E	693,822	10.12%	70,183	3,112		73,295

먼저 카지노의 매출액을 계산하였다. 우선 워커힐과 파라다이스시티의 경우 23년 드롭액은 1분기와 2분기의 합계에 2를 곱해 추정하였고 2028년까지 매년 2.7%(워커힐 지점의 2016~2019년도 평균 드롭액 증가율) 증가한다고 가정했다. 홀드율은 평균 홀드율을 사용하여 매출액을 계산했다. 제주와 부산의 경우 아직 회복이 되지 않은 상황이라 연평균 드롭액 회복율 15%를 가정하여 드롭액을 추정하였고 평균 홀드율을 사용해 매출액을 계산했다.

호텔의 경우 점유율과 객실단가가 역사적으로 높은 수준에 도달해 있어 앞으로 매출액이 큰 폭으로 증가하지는 않을 것이라 판단해 연평균 1% 성장을 가정하였고 기타(스파)매출은 2016~2019년도 평균 성장률인 7%를 가정했다.

(백만원)	호텔 매출	P-City 호텔 매출	기타 매출
2016	76,077		15,364
2017	98,695		18,039
2018	80,698	53,038	17,964
2019	89,272	87,575	18,690
2020	62,031	50,461	5,417
2021	85,583	74,819	4,430
2022	113,573	112,902	12,904
2023E	114,709	114,031	13,807
2024E	115,856	115,171	14,774
2025E	117,014	116,323	15,808
2026E	118,185	117,486	16,915
2027E	119,366	118,661	18,099
2028E	120,560	119,848	19,365

따라서 합산한 각 부문의 매출액은 다음과 같다.

(백만원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
수익(매출액)	958,180	985,141	1,013,085	1,042,618	1,073,907	1,107,141
카지노수입	377,147	392,218	407,947	424,931	443,325	463,303
호텔매출액	114,709	115,856	117,014	118,185	119,366	120,560
복합리조트매출액	452,517	462,294	472,315	482,588	493,118	503,912
기타매출액	13,807	14,774	15,808	16,915	18,099	19,365

여기에 인건비의 경우 23년도 반기 실적에 따라 매출액대비 21%를, 기타비용은 매출액대비 47%를 가정하고 지급수수료는 매출액대비 6%(2016~2019년도 평균)를 가정하였다. 2023년에는 400억대의 CAPEX, 이후 300억대의 CAPEX와 내용연수 10년을 가정해 감가상각비와 무형자산상각비를 계산했다.

Income statement						
(KRWm)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sales	958,180	985,141	1,013,085	1,042,618	1,073,907	1,107,141
Casino	377,147	392,218	407,947	424,931	443,325	463,303
Hotel	114,709	115,856	117,014	118,185	119,366	120,560
Intergrated Resort	452,517	462,294	472,315	482,588	493,118	503,912
Others	13,807	14,774	15,808	16,915	18,099	19,365
Cost of sales	754,419	776,774	798,855	822,030	846,413	872,135
Casino						
Hotel						
Intergrated Resort						
Others						
Gross profit	203,761	208,367	214,230	220,588	227,494	235,007
SG&A	69,634	74,230	77,828	80,508	83,278	85,150
Operating profit	134,127	134,137	136,402	140,081	144,216	149,857
Margin (%)	14.0	13.6	13.5	13.4	13.4	13.5

매출과 매출원가, 판관비를 추정하여 계산한 향후 5개년 실적은 위와 같다. 여기에 매출채권회전율, 재고자산회전율 등을 계산하여 운전자본의 증감을 계산했다.

Cost of Equity의 경우, 무위험수익률은 10년만기 국채 수익률을 사용했으며 무위험수익률, 시장수익률 모두 10년 평균치인 각 3.657%, 16.059%를 사용했다.

09/19/2022 - 09/19/2023 Daily		RFR GVSX10YR Inde		Curr KRW		South Korea	
	Date	Div Yld	Grwth Rate	Div Pay Ratio	Mkt Return	RF Rate	Premium
Average		2.010%	19.346%	32.319%	16.059%	3.657%	12.402%
	09/18/23	1.865%	20.491%	36.927%	17.164%	3.975%	13.189%
	09/15/23	1.859%	20.393%	36.906%	17.142%	3.927%	13.215%
	09/14/23	1.874%	20.500%	36.904%	17.243%	3.917%	13.326%
	09/13/23	1.900%	20.399%	36.905%	17.299%	3.947%	13.352%
	09/12/23	1.902%	20.537%	36.830%	17.336%	3.970%	13.366%
	09/11/23	1.875%	20.561%	36.801%	17.305%	3.955%	13.350%
	09/08/23	1.881%	20.602%	36.794%	17.341%	3.886%	13.455%
	09/07/23	1.881%	20.705%	36.791%	17.369%	3.965%	13.404%
	09/06/23	1.883%	20.754%	36.793%	17.353%	3.905%	13.448%
	09/05/23	1.873%	20.737%	36.772%	17.288%	3.887%	13.401%
	09/04/23	1.871%	20.646%	36.771%	17.278%	3.855%	13.423%
	09/01/23	1.893%	20.570%	36.695%	17.312%	3.780%	13.532%
	08/31/23	1.903%	21.231%	36.696%	17.486%	3.825%	13.661%
	08/30/23	1.900%	21.225%	36.692%	17.456%	3.857%	13.599%
	08/29/23	1.906%	21.181%	36.702%	17.459%	3.845%	13.614%
	08/28/23	1.912%	21.087%	36.688%	17.438%	3.872%	13.566%
	08/25/23	1.928%	20.968%	36.585%	17.446%	3.933%	13.513%

이때, 베타는 Peer Group인 GKL, 롯데관광개발, Sands Corp의 평균치인 1.02를 사용했으며

(5Y Monthly)	BL
GKL	0.76
롯데관광개발	1.09
Las Vegas Sands Corp. (LVS)	1.2
평균	1.02

(1) Cost of Equity		Ke	16.31%	$Ke = Rf + R.P * BL$		
	구분	Rf	Rm	MRP	BL	Ke
	내역	3.66%	16.06%	12.40%	1.0200	16.31%
<i>(RF rate, Risk Premium : Bloomberg 기준일 2023-09-13)</i>						
<i>(무위험수익률은 10년만기 국고채 수익률, Rf와 Rm은 10년 평균치를 사용)</i>						

(2) Cost of Debt		Kd	4.35%	
	Cost of Debt		4.35%	
	기말 가중평균차입이자율	금액(백만원)	금리(%)	가중평균
	대주단	500,000	6.26%	3.21%
	사채	100,000	3.30%	0.34%
	해외사채	40,000	2.11%	0.09%
	우리은행	30,000	5.54%	0.17%
	하나은행	10,000	5.53%	0.06%
	우리은행	20,000	2.13%	0.04%
	우리은행	30,000	5.59%	0.17%
	우리은행	25,000	2.48%	0.06%
	신한은행	30,000	6.56%	0.20%
	전환사채	189,000	0.00%	0.00%
		974,000	가중평균차입이자율	4.35%

Ke = 3.66 + (16.06 - 3.66) * 1.02 인 16.31%이고 가중평균차입이자율인 Kd는 4.35%이다. 이렇게 계산한 WACC 10.17%에 영구성장률 2.5%를 사용하여 미래 현금흐름의 현재가치를 계산했다.

(3) Weighted Average Cost of Capital	
$WACC = Kd \times (1 - t) \times B/V + Ke \times S/V + \text{Other risk premium(Size)}$	
구분	WACC
We	52.50%
Ke	16.31%
Wd	47.50%
Kd	4.35%
Tax rate	22.00%
Other risk premium	-
WACC	10.17%

여기에 비영업자산 7500억원을 더하고 금융부채 9800억과 비지배지분 몫인 2100억원을 빼 Equity Value인 1조9400억원을 도출해낼 수 있었다.

3. Equity Value (=1+2)		
NPV of Discrete Cash Flows		815,241
NPV of Terminal Value		1,573,900
(+) NOA		753,829
Enterprise Value		3,142,970
(-) Interest Bearing Debt		982,695
(-) 비지배지분		216,027
Equity Value(주식가치)		1,944,248

마지막으로 2026년 8월에 만기인 전환사채는 모두 행사된다는 전제하에 전환사채 물량 1330만 주에 유통보통주식수인 8600만주를 더해 유통주식수 9930만주로 나누어 주당 가격인 **19580**원을 제시한다.

4. Stock Price	
Equity Value	1,944,248
# of shares1)	99300000
Stock Price	19,580