

COMPANY INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

종목 정보

BUY

목표주가	19,000원	26.7%
현재주가	15,000원	
시가총액	1.4조원	
주식수 (유동주식 비중)	92,629,382주 (49.6%)	
52주 최저/최고	13,590원/23,650원	
60일-평균거래대금	117.8억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
파라다이스 (%)	1.3	-17.1	7.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.7	-57.5	-61.5

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY		
목표주가	19,000		
2026E EPS	1,025		
2027E EPS	1,428		

컨센서스

커버 증권사 수	11
목표주가	23,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

파라다이스 (034230)

호텔 멀티플을 향한 여정

- BUY 투자 의견과 목표주가 19,000원(Target PER 13배)로 커버리지 개시
- 동사는 이번 하얏트 리젠시 인수에 따라 (1) VIP 모객 경쟁력 확대, (2) 수도권 호텔 공급 부족 환경 속 일반 투숙 수요까지 흡수 가능할 것으로 기대
- '28년 오픈 예정인 장충동 호텔은 중장기 밸류에이션 리레이팅의 트리거가 될 것

BUY 투자 의견 및 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시: 목표주가 19,000원 (Target PER 13배, 마카오 카지노 27E 평균 PER 10배에 30% 프리미엄 적용) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지 개시. 한편 동사는 '26년 매출액 1.3조원(+13% y-y), 영업이익 1,909억원(+23%, OPM 15%), '27년 매출액 1.4조원(+10%), 영업이익 2,432억원(+27%, OPM 17%)을 기록할 것으로 전망. 향후 '25년 9월 인수한 인천 하얏트 호텔과 카지노 부문의 시너지가 본격화되며 실적 레버리지가 확대될 것.

호텔 CAPA 확대에 따른 VIP 모객 역량 강화: 당사는 이번 그랜드 하얏트 인수가 (1) VIP 모객을 위한 객실 CAPA를 확대했다는 점과 (2) 수도권 호텔 공급 부족 환경 속, 일반 투숙 수요까지 흡수하며 호텔 부문의 독립적인 성장 기반을 확보했다는 점에서 의미가 크다고 판단. 기존 파라다이스시티는 높은 객실 가동률('25년 기준 OCC 80%)로 인해 VIP 고객에게 제공 가능한 객실이 제한적. 다만, 이번 인수를 통해 VIP 제공 가능 룸 수가 확대되었고, 향후 전체 객실의 10%가 추가적으로 VIP 영업에 활용될 경우, 연간 약 1,000억원('25년 매출액 기준 9%)의 매출 증가가 가능할 것으로 추정.

장충동 호텔 사업 확대- 중장기 밸류에이션 리레이팅의 트리거: '28년 개장 예정인 장충동 호텔은 연간 약 230억원('25년 매출액 기준 약 2%) 수준의 매출 기여가 가능할 것으로 예상. 비록 매출 기여도는 낮아 보일 수 있으나, 동사의 호텔 사업 확대는 (1) 글로벌 호텔 체인(평균 PER 30배)으로의 성장과 이에 따른 밸류에이션 리레이팅 기대. 또한 (2) 공항 접근성과 복합리조트 체험을 강점으로 하는 파라다이스시티와 서울 핵심 관광지에 위치한 장충동 호텔 간 상호 보완 시너지 창출이 기대된다는 점에서 중장기적으로 의미가 크다는 판단.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	1,150	1,294	1,423	1,533
영업이익 (십억원)	156	191	243	282
순이익 (십억원)	145	118	156	182
EPS (adj) (원)	1,026	1,025	1,428	1,667
EPS (adj) growth (%)	24.6	-0.2	39.4	16.7
EBITDA margin (%)	20.0	20.9	22.7	23.6
ROE (%)	5.6	5.3	6.9	7.5
P/E (adj) (배)	16.1	14.6	10.5	9.0
P/B (배)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	12.5	10.1	8.7	8.1
Dividend yield (%)	0.9	0.8	1.1	1.3

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노-비카지노 시너지 확대 기대

호텔 사업 확장으로 밸류에이션 재평가 기대

BUY 투자 의견과 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

파라다이스에 대하여 목표주가 19,000원(Target PER 27E13배) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER은 국내 및 마카오 카지노 업체의 27E 평균 PER 10배에 30% 프리미엄을 적용했다. 프리미엄 적용 요인은 1) 동사는 파라다이스시티 확보로 글로벌 복합리조트 경쟁력을 제고했으며, 2) 마카오 대비 낮은 중국인 의존도를 고려해 프리미엄을 적용했다.

현재 동사 밸류에이션은 '26E PER 12배, '27E PER 9배로 24~25년 PER 저점인 8배 대비해서는 소폭 높은 수준이다. 하지만, 24~25년 저점을 기록했던 것은 명확한 원인이 있었음을 고려할 필요가 있다. 당시 1) '24년 3월 인스파이어 카지노 개장에 따른 파라다이스 시티 점유율 하락 우려와 2) 장충동 호텔 개발 관련 대규모 투자와 수익성 악화 우려가 멀티플 하락을 야기했던 것이다.

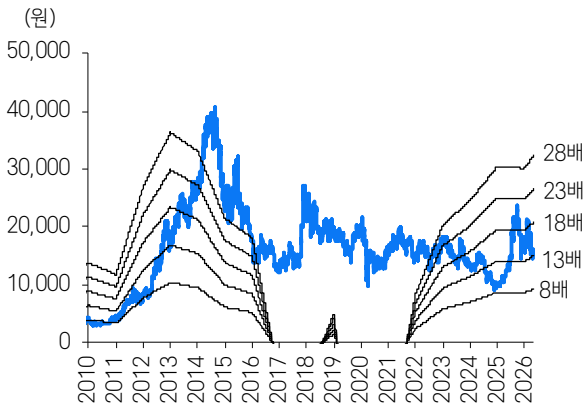
그러나, 당시 동사 Valuation을 하락했던 우려가 빠르게 해소되고 있다는 관점에서 오히려 프리미엄은 정당하다고 판단한다. 1) 인스파이어 개장에도 불구하고 '25년 기준 파라다이스 시티의 점유율은 30%로 '24년 수준을 유지했으며, 2) 향후에도 새롭게 인수한 하얏트 인천 호텔과 카지노 부문의 시너지를 기반으로 안정적인 실적 성장이 가능할 전망이고, 3) 장충동 호텔 프로젝트의 경우, 중장기적으로 수도권 호텔 공급 부족이 지속되며, 신규 성장 동력으로 작용할 것으로 기대되기 때문이다.

파라다이스: PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,430	2027E EPS
Target P/E (배)	13	마카오 카지노 27E 평균 PER 10배에 30% 프리미엄 적용
목표주가 (원)	19,000	

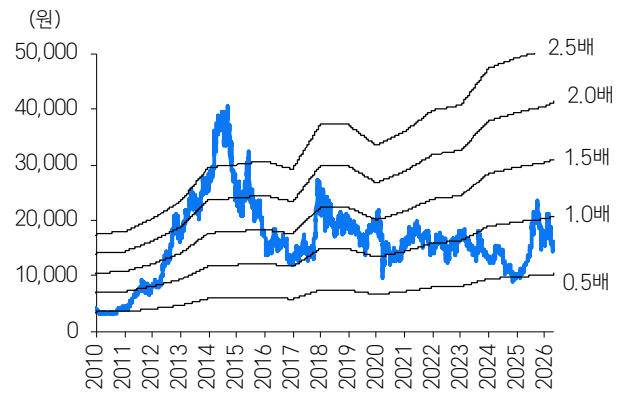
자료: 삼성증권 추정

파라다이스 12m FWD P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권

파라다이스 12m FWD P/B band



자료: Bloomberg, 삼성증권

VIP 확대와 호텔 부문 성장으로 이어질 인천 하얏트 인수 효과

한편 동사는 '26년 매출액 1.3조원(+13% y-y), 영업이익 1,909억원(+23%, OPM 15%), '27년 매출액 1.4조원(+10%), 영업이익 2,432억원(+27%, OPM 17%)을 기록할 것으로 전망한다. 이는 방한 외국인 수요 회복에 따른 구조적 성장에 더해, '25년 9월 인천 그랜드 하얏트 인수를 기점으로 실적 레버리지가 본격화될 것으로 판단하기 때문이다.

구체적으로 (1) VIP 고객을 타겟으로 한 객실 공급 확대를 통해 드롭액 증가 및 매출 성장이 기대되며, (2) 수도권 호텔 시장의 공급 부족 및 ADR 상승 환경 속에서 카지노 고객 외 일반 투숙 수요까지 흡수하며 호텔 부문의 독립적인 실적 기여도가 확대될 전망이다. 또한 (3) 2028년 장충동 내 약 200실 규모의 럭셔리 호텔 개발로 추가적인 객실 공급이 예정되어 있어, 중장기적으로는 카지노-호텔 시너지 강화 및 외형 성장 지속 가능성 역시 높다는 판단이다.

2026. 6. 15

카지노 주요 지표 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
테이블 드롭액	1,694	1,835	1,808	1,813	1,756	2,060	1,986	2,276	6,868	7,150	8,079	8,897
(% y-y)	(2.0)	7.7	2.0	9.1	3.6	12.3	9.9	25.6	11.3	4.1	13.0	10.1
고객별 드롭액												
CN VIP	303	293	307	302	250	306	329	418	1,214	1,205	1,303	1,436
JP VIP	720	787	759	723	729	866	797	898	2,898	2,990	3,289	3,522
Other VIP	304	362	304	345	349	425	336	410	1,311	1,316	1,520	1,675
Mass	367	393	437	442	429	463	525	550	1,445	1,639	1,967	2,262
(y-y)												
CN VIP	0.5	(1.2)	(3.5)	1.3	(17.6)	4.5	7.1	38.6	44.4	(0.8)	8.2	10.3
JP VIP	0.4	11.8	(0.9)	1.7	1.1	10.0	5.0	24.1	3.6	3.2	10.0	7.1
Other VIP	(12.5)	6.5	(6.5)	15.7	14.8	17.3	10.3	18.8	6.1	0.3	15.5	10.3
Mass	1.0	8.1	20.3	24.6	16.8	18.0	20.0	24.4	11.2	13.4	20.0	15.0
카지노별 드롭액												
P-city	876	996	1,005	941	916	1,096	1,105	1,300	3,472	3,818	4,127	4,444
Ex P-city	818	839	803	872	840	964	881	976	3,396	3,332	3,952	4,453
(y-y)												
P-city	0.7	19.5	9.9	10.2	4.6	10.0	10.0	38.2	17.2	10.0	8.1	7.7
Ex P-city	(4.8)	(3.6)	(6.4)	7.9	2.7	15.0	9.7	11.9	5.8	(1.9)	18.6	12.7
VIP Visitation												
CN VIP	8,351	9,946	9,484	9,865	7,508	9,449	9,958	11,860	36,621	37,646	38,775	40,714
JP VIP	20,025	21,536	22,657	20,204	21,049	23,690	23,790	24,336	82,687	84,422	92,864	97,507
Other VIP	12,081	12,595	12,494	12,615	12,274	12,847	13,119	14,035	49,297	49,785	52,274	54,888
(y-y)												
CN VIP	3.7	9.4	0.6	(1.8)	(10.1)	(5.0)	5.0	20.2	55.4	2.8	3.0	5.0
JP VIP	(3.3)	5.2	6.8	(0.4)	5.1	10.0	5.0	20.5	8.3	2.1	10.0	5.0
Other VIP	2.9	3.7	(0.5)	(1.9)	1.6	2.0	5.0	11.3	14.3	1.0	5.0	5.0
Drop/Visiting days(mn)												
CN VIP	36.3	29.5	32.4	30.6	33.3	32.4	33.0	35.3	33.2	32.0	33.6	35.3
JP VIP	36.0	36.5	33.5	35.8	34.6	36.5	33.5	36.9	35.0	35.4	35.4	36.1
Other VIP	25.1	28.8	24.4	27.4	28.4	33.1	25.6	29.2	26.6	26.4	29.1	30.5
(y-y)												
CN VIP	(3.1)	(9.7)	(4.1)	3.2	(8.3)	10.0	2.0	15.3	(7.0)	(3.5)	5.0	5.0
JP VIP	3.9	6.3	(7.2)	2.1	(3.8)	0.0	0.0	3.0	(4.3)	1.1	0.0	2.0
Other VIP	(15.0)	2.7	(6.0)	17.9	13.0	15.0	5.0	6.8	(7.2)	(0.6)	10.0	5.0
Table Hold %	12.6%	11.8%	11.3%	11.7%	12.2%	12.1%	11.4%	11.7%	11.2%	11.8%	11.8%	11.8%

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

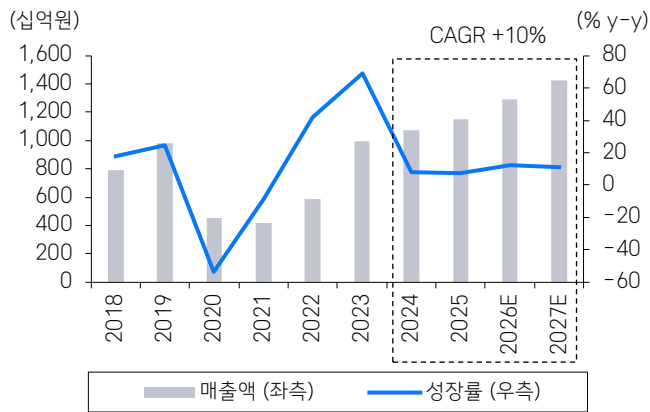
2026. 6. 15

파라다이스: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
Sales	283	284	288	294	294	327	320	354	1,072	1,150	1,294	1,423
Casino	229	231	219	229	232	266	241	281	818	899	1,020	1,124
Hotel & 기타	55	53	70	65	62	61	79	73	206	204	234	258
Gross profit	78	71	69	50	68	86	84	83	238	268	321	379
Operating profit	57	43	40	16	37	54	53	46	136	156	191	243
Pre-tax profit	50	36	40	10	25	44	43	35	101	135	148	195
Net profit	43	32	33	36	19	35	34	29	111	145	118	156
(% margin)												
Gross profit	27.5	24.8	23.9	17.1	23.2	26.3	26.3	23.3	22.2	23.3	24.8	26.6
Operating profit	20.2	15.1	13.7	5.5	12.7	16.6	16.6	12.9	12.7	13.6	14.7	17.1
Pre-tax profit	17.5	12.6	13.7	3.5	8.5	13.5	13.5	10.0	9.4	11.8	11.4	13.7
Net profit	15.2	11.4	11.6	12.2	6.4	10.7	10.6	8.2	10.3	12.6	9.1	10.9
(% y-y)												
Sales	7.0	4.1	7.5	10.5	3.8	14.8	11.0	20.3	7.8	7.3	12.6	9.9
Casino	10.0	6.5	11.2	11.2	1.5	15.1	10.3	22.5	10.1	9.9	13.5	10.1
Hotel & etc	(3.9)	(5.2)	(2.9)	8.4	13.1	13.6	13.2	12.6	0.1	(1.1)	15.0	10.0
Gross profit	13.5	7.0	15.2	15.4	(12.5)	21.5	22.2	64.1	1.8	12.5	19.8	18.1
Operating profit	18.3	33.9	9.1	(16.8)	(34.9)	26.5	34.7	181.7	(6.7)	14.5	22.5	27.4
Pre-tax profit	21.1	59.7	89.5	(37.7)	(49.9)	22.8	8.9	243.6	10.2	34.2	9.3	31.5
Net profit	16.6	84.2	70.0	(1.6)	(56.3)	7.5	1.8	(19.4)	30.7	30.8	(18.3)	31.5

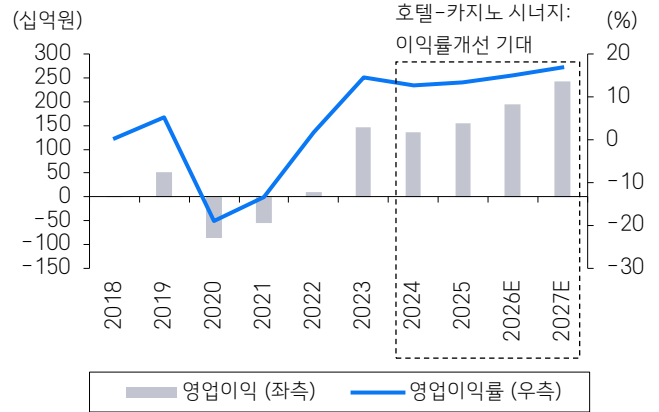
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

전사 매출액 및 성장률 추이



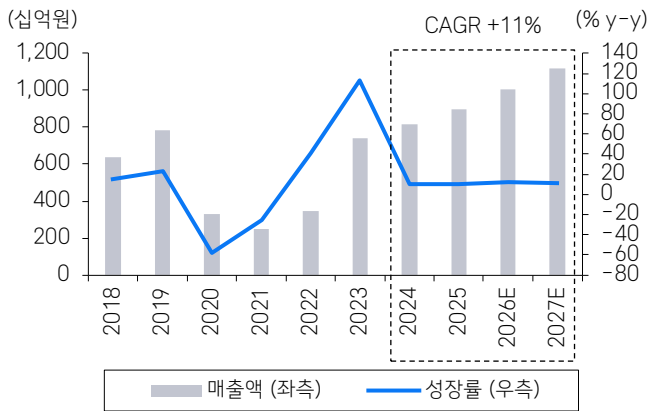
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

전사 영업이익 및 영업이익률 추이



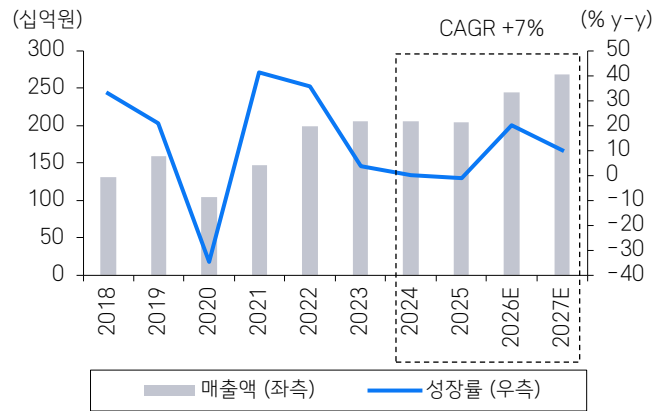
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노 매출액 및 성장률 추이



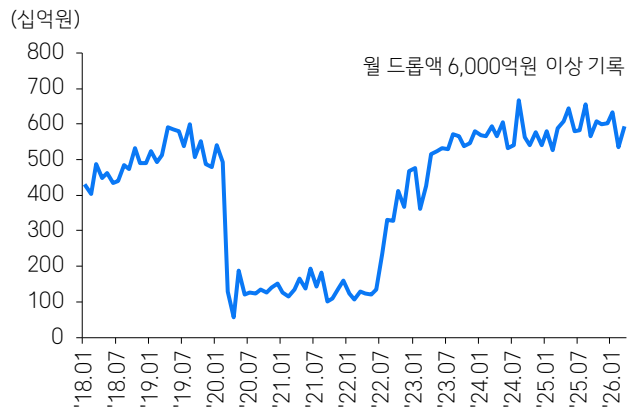
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노 외 매출액 및 성장률 추이



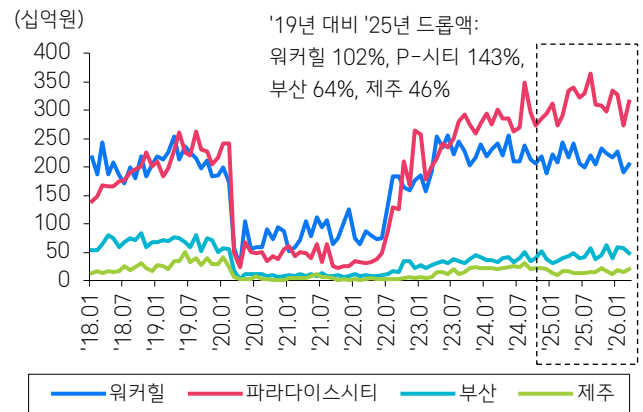
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

전체 카지노 월별 드롭액 추이



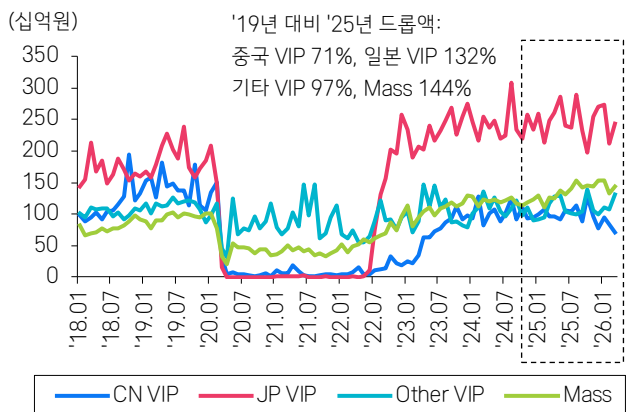
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노별 월별 드롭액 추이



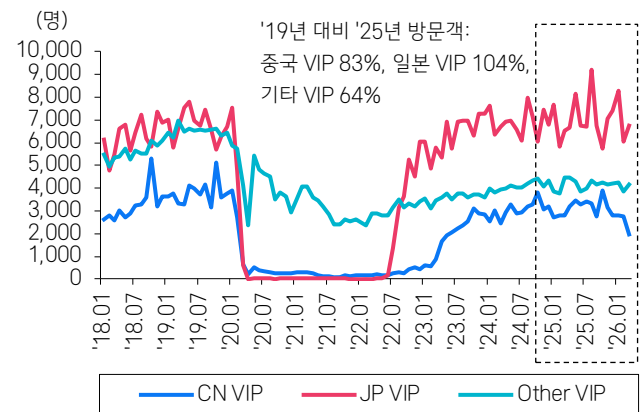
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

고객별 월별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

월별 카지노 방문객 추이

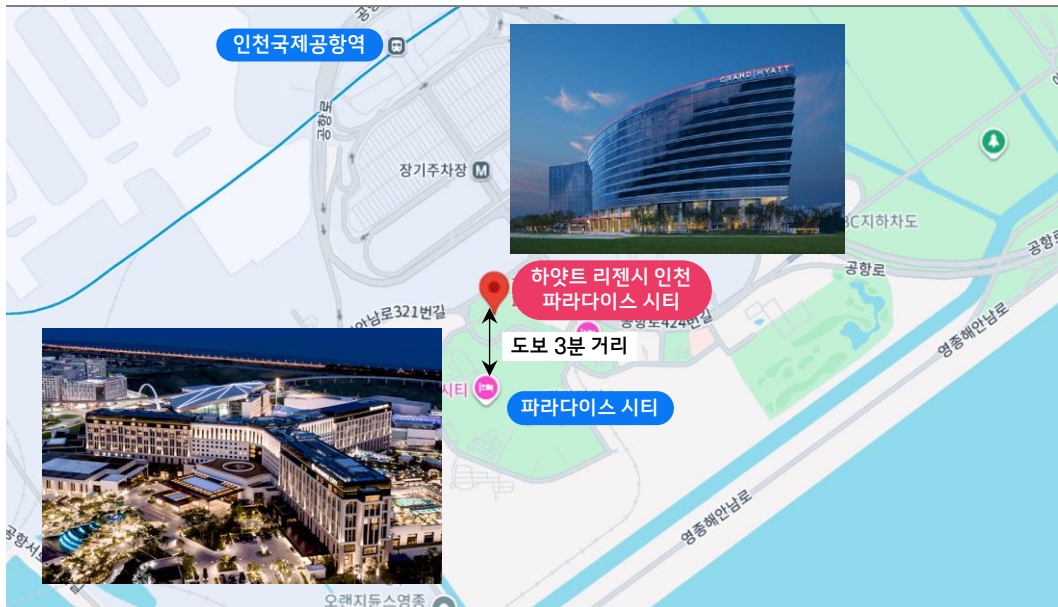


자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

1. 호텔 CAPA 확대 - 카지노와 비카지노간 시너지 강화로

동사는 '25년 9월 인천 그랜드 하얏트 웨스트 타워를 약 2,100억원에 인수했다. 그랜드 하얏트 웨스트타워는 5성급 501객실 규모를 보유한 호텔로 파라다이스 시티와는 도보 3분 거리로 접근성이 뛰어나다. 당사는 이번 인수가 (1) VIP 모객을 위한 객실 CAPA를 확대했다는 점과 (2) 수도권 호텔 공급 부족 환경 속에서 일반 투숙 수요까지 흡수하며 호텔 부문의 독립적인 성장 기반을 확보했다는 점에서 의미가 크다고 판단한다.

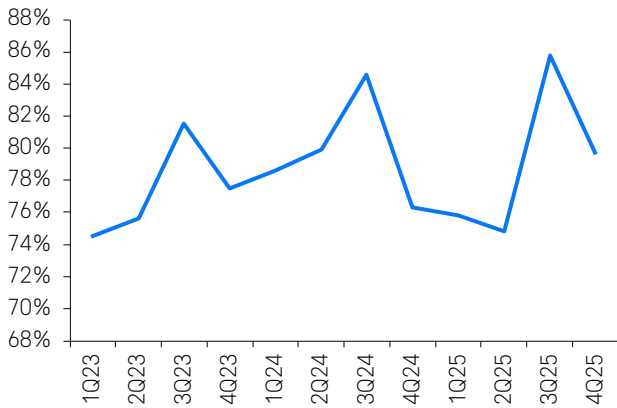
파라다이스시티 및 그랜드 하얏트 인천 위치



자료: 구글지도, 파라다이스, 삼성증권

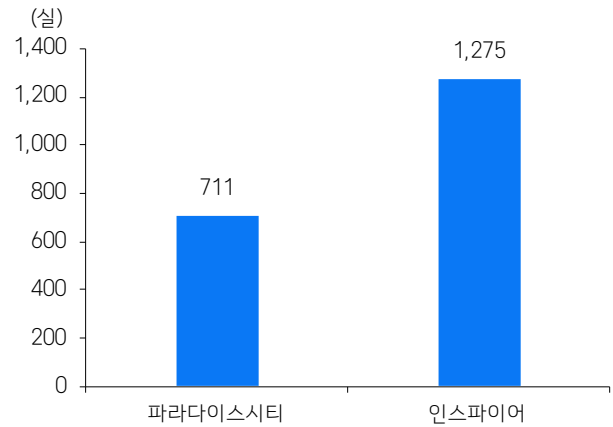
동사는 기존 파라다이스 시티의 높은 객실 가동률('25년 기준 OCC 80%)로 인해 VIP 고객에게 제공 가능한 객실 여력이 제한적이었다. 특히 주말 기준 OCC는 90% 이상을 기록하고 있는 만큼 VIP 유치를 위한 객실 확보가 필요한 상황이었다. 또한 인근 인스파이어 리조트가 약 1,275실 규모의 객실을 보유하고 있다는 점을 고려할 때, 객실 규모 측면에서도 상대적으로 경쟁 열위에 있었다.

파라다이스시티: OCC 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스 시티 및 인스파이어 객실 수



자료: 각 사, 삼성증권

그러나 이번 인수를 통해 동사는 501실의 추가 객실을 확보함에 따라, 인천 지역 내 총 객실 수는 약 1,200실로 확대되었으며, 이에 따라 기존 파라다이스시티 객실을 VIP 고객 중심으로 제공할 수 있는 여건이 마련되었다.

현재 파라다이스시티 전체 객실 중 VIP에게 제공되는 비중은 약 20~30% 수준으로 추정되며, 이는 제주 드림타워의 40~50% 대비 여전히 낮은 수준이다. 이에 따라 추가 객실 확보는 단순한 CAPA 증가를 넘어 VIP 마케팅 강화를 위한 핵심 영업 레버리지로 작용할 수 있다는 판단이다.

구체적으로 전체 객실의 약 10%가 추가적으로 VIP 영업에 활용될 경우 연간 약 1,000억원 수준의 매출 증가가 가능할 것으로 추정되며, 공격적인 마케팅을 통해 해당 비중이 20%까지 확대될 경우 약 2,000억원 이상의 추가 매출 기여가 기대된다. 참고로, 25년 연간 매출액은 1.1조원으로 VIP영업 강화를 통한 매출 증가 폭 1천억원 당 매출 성장 기여도는 약 9%로 추산 가능하다.

VIP 확대에 따른 추가 매출액 전망

파라다이스시티 객실 수 (실)	VIP 고객 제공 비중 (%)	VIP 제공 객실 수 (실)	'25년 기준 Drop / visiting day (백만원)	드롭액 증가분 (십억원)	25년 기준 홀드율 (%)	매출액 증가분 (십억원)	25년 매출액 대비 비중 (%)
	10	70		873		103	8.9
711	15	110	34.2	1,372	11.8	162	14.1
	20	140		1,746		206	17.9

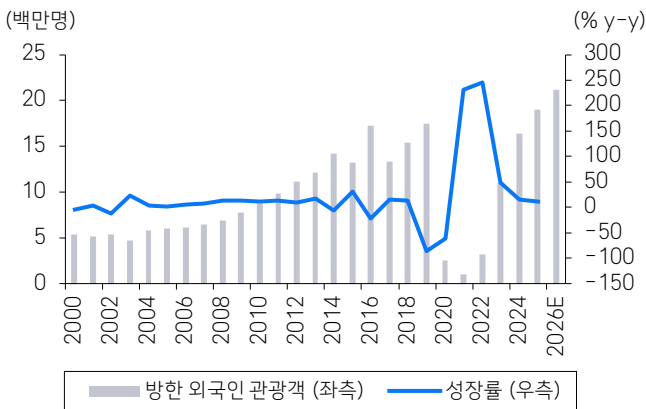
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

2. 서울 호텔 공급 부족 - Spillover 효과가 수도권으로

파라다이스의 하얏트 리젠시 인천 웨스트타워 인수는 카지노 고객 확대 뿐 아니라 호텔 부문의 독립적인 성장 여력 확보라는 측면에서도 의미가 있다. 이는 수도권 호텔 시장의 구조적인 수급 불균형에 기인한다. 최근 서울과 인천을 포함한 수도권 지역은 방한 외국인 관광객 증가에 따라 호텔 수요가 빠르게 확대되고 있으나, 공급은 이에 미치지 못하는 상황이 지속되고 있다.

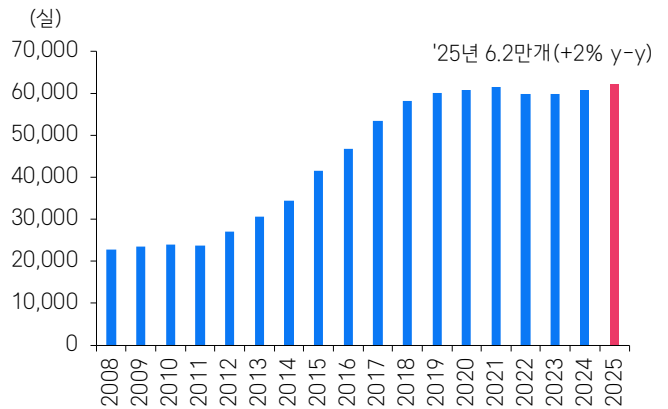
특히 '25년 방한 외국인 관광객 수는 전년 대비 16% 증가하며 역대 최고치를 기록했으며, 이에 더해 '26년에는 2,000만 명 이상을 기록할 것으로 전망된다. 반면에 '25년 기준 서울 내 관광호텔 객실 수는 6만 2천여개로, 이는 전년 대비 약 2% 증가에 그쳤다.

방한 외국인 관광객 수 추이



자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

서울 숙박 업소 객실 수 추이

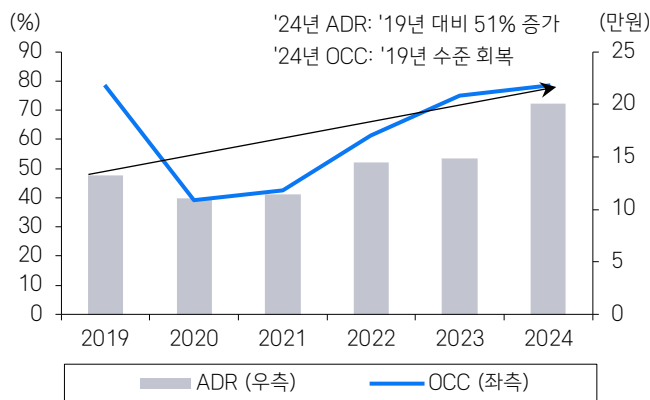


자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

가파른 수요 증가와 공급 부족이 서울시 호텔 OCC와 ADR 우상향 초래

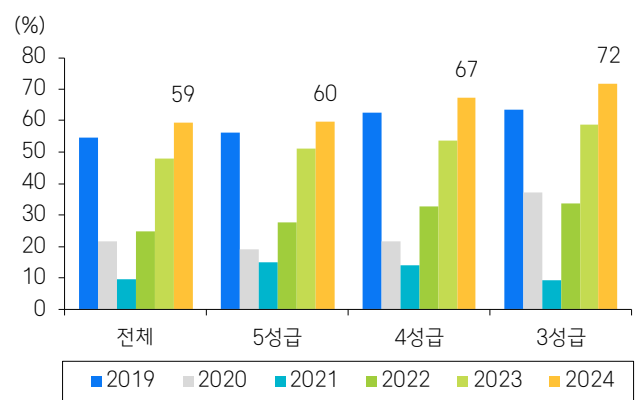
수도권 호텔 공급의 부족과 외국인 관광객의 증가에 따른 수급 불균형은 호텔 사업에 있어 Q와 P를 모두 증가시키는 요인으로 작용하고 있다. '24년 기준으로 1) 서울 내 호텔 객실 가동률(OCC)은 약 79% 수준까지 상승하며, '19년 OCC 78% 수준을 상회하였고, 2) 서울 내 평균 객실 단가(ADR) 역시 약 20만 원으로 '19년 대비 51% 증가하는 등 가파른 수요 확대로 숙박비 역시 빠르게 상승하고 있다. 이러한 수요 확대는 대부분 외국인 관광객이 견인한 것으로 판단되는데, 실제로 24년 기준 서울 호텔의 외국인 투숙객 비중은 59%로 '19년 55%를 상회한 것으로 나타났다.

서울 호텔 OCC 및 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

서울 호텔 외국인 투숙객 비중

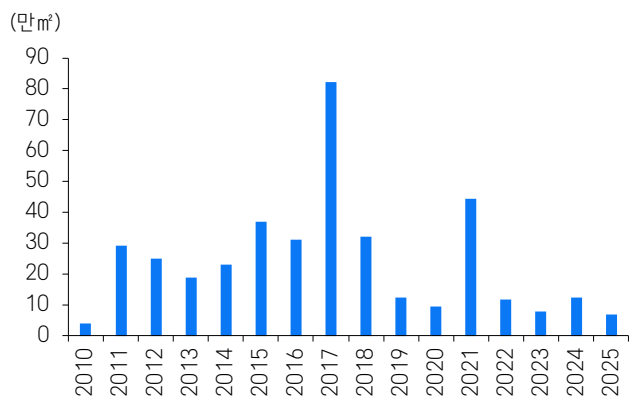


자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

호텔 공급 확대까지는 3~5년 소요 - 수급 불균형에 따른 호텔 수익 개선 효과 지속 전망

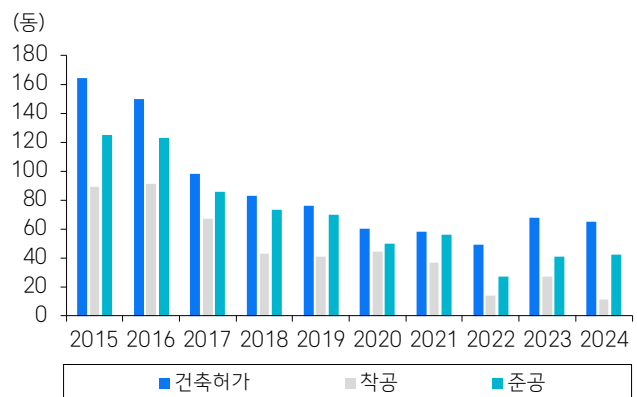
이러한 서울 지역 내 호텔 수급 불균형에 따른 호텔의 수익 개선 효과는 향후 약 3~5년간 지속될 것으로 전망된다. 이에 대한 이유는 (1) 호텔 공급의 선형 지표인 서울 지역 호텔 건축 인허가 면적이 '21년 대비 '25년 84% 하락했으며, (2) 서울시 숙박시설 건축 허가 및 착공 동 수 추이 역시 '15년 이후 지속적으로 감소했기 때문이다. 또한 통상 숙박업체가 건축 허가부터 준공까지 약 3~5년 기간이 소요되는 점을 감안할 때, 향후 공급 부족 현상은 한동안 지속될 것으로 예상된다.

서울 관광 숙박업 인허가 시설 면적 추이



자료: 서울특별시, 삼성증권

서울 숙박시설 건축 허가/착공/준공 추이



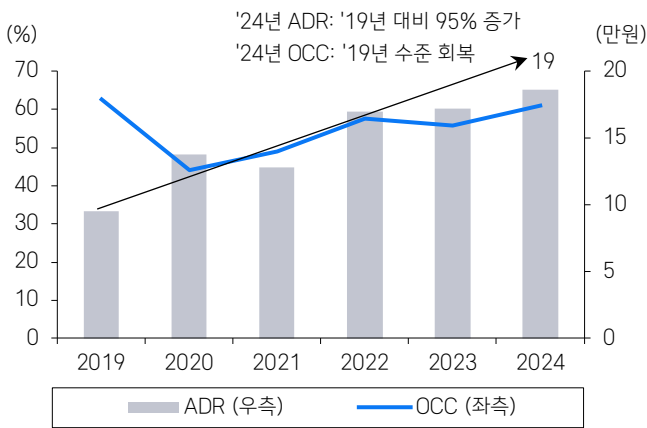
자료: 세움터, 삼성증권

서울 외 지역으로 호텔 수요 확대 수혜 기대 - 이미 수도권 호텔에서 확인 가능

결국 이러한 환경에서 파라다이스가 하얏트 리젠시 인천 웨스트타워를 인수하여 501실의 객실을 추가 확보한 것은, VIP 모객 경쟁력 확대를 넘어, 일반 호텔 수요까지 흡수할 수 있는 기반을 확보했다는 점에서 의미가 있다. 서울 호텔 공급 부족과 이에 따른 객실 단가(ADR) 상승으로 인해 인천 및 경기 등 수도권 외곽 지역으로 숙박 수요가 확산되는 흐름이 나타나고 있다.

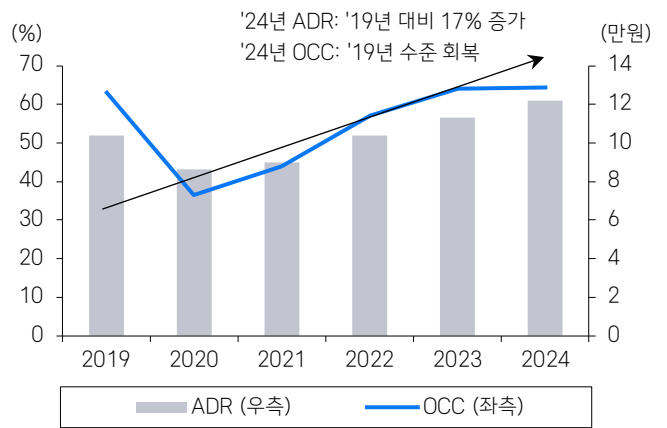
실제로 '24년 기준 인천과 경기 지역의 객실 가동률(OCC)은 각각 61%, 65%를 기록하며, 코로나 이전인 '19년 수준을 회복한 것으로 나타난다. 또한 '24년 기준 인천과 경기 지역 호텔의 ADR 역시 '19년 대비 각각 95%, 17% 상승한 것으로 파악된다. 추가적으로 '25년 외국인 관광객이 '24년 대비 확대되었음을 감안할 때, 각 지역의 OCC 및 ADR은 '24년 대비 추가 상승했을 것으로 추정된다.

인천 호텔 OCC 및 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

경기 호텔 OCC 및 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

하얏트 리젠시: Q,P 개선에 따른 점진적 수익성 회복 전망

현재 하얏트 리젠시의 OCC는 약 30~40% 수준으로 추정되나, 중장기적으로는 60% 이상의 OCC를 기록할 수 있을 것으로 판단한다. 이에 대한 이유는 (1) 서울 외 지역으로의 호텔 수요 확대가 기대되고, (2) 실제로 인천 및 경기 지역의 호텔 OCC는 코로나 이후 지속적으로 상승하며 '24년 기준 60% 이상의 OCC를 기록하고 있기 때문이다. 따라서 과거 그랜드 하얏트 인천의 ADR 20만원과 60%의 OCC 달성을 고려할 때, 하얏트 리젠시로부터 약 220억원의 추가 객실 매출액 확보가 가능할 것으로 전망한다.

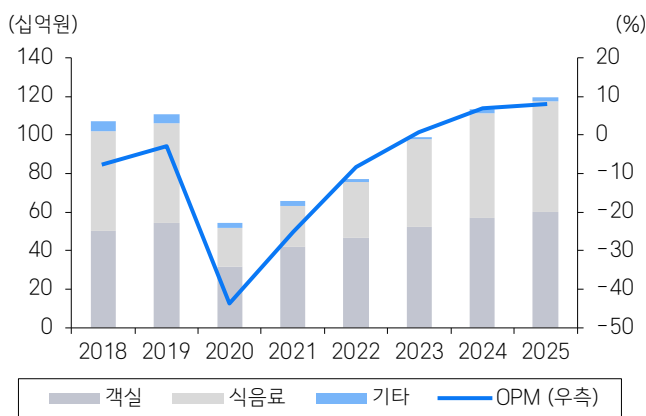
한편 단기적으로는 매출 기여도가 제한적으로 보일 수 있으나, Q, P 개선은 수익성 회복으로 이어질 수 있다는 점에서 의미가 있다. 동사는 '26년 1분기 하얏트 리젠시 관련 매출액 60억원, 영업비용 110억원을 기록하며 약 50억원의 영업손실이 발생, 호텔 인수에 따른 비용 부담 우려가 제기된 바 있다. 다만, (1) 동 분기 OCC가 30~40% 수준에 그쳤던 만큼, 향후 객실 가동률 상승 시 매출 확대를 통한 수익성 개선이 기대된다. 또한 (2) 1분기 비용에는 객실 용품 교체 등 리브랜딩 관련 일회성 비용이 일부 포함되어 있어 향후 분기별 영업비용 역시 감소할 가능성이 높은 만큼, 연내 BEP 달성은 무난할 것으로 판단된다.

하얏트 리젠시: OCC 및 ADR 별 연간 매출액 추정

(억원)				
OCC (%) / ADR (만원)	20	25	30	35
40%	146	183	219	256
50%	183	229	274	320
60%	219	274	329	384
70%	256	320	384	448

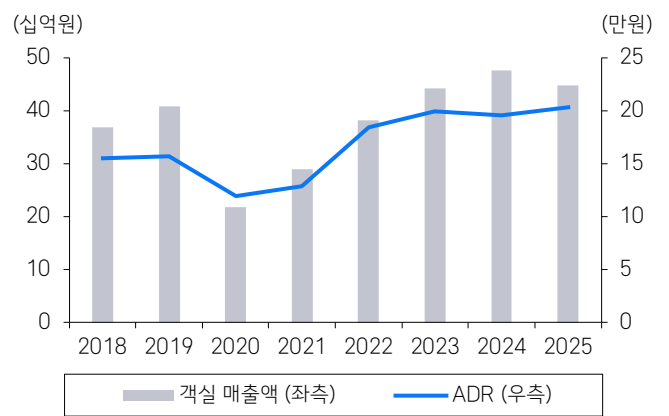
자료: 삼성증권 추정

칼호텔네트워크: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 칼호텔네트워크, 삼성증권

그랜드 하얏트 인천 ADR 및 객실 매출액 추이 (인수 전)



자료: 칼호텔네트워크, 삼성증권 추정

3. 서울 장충동 럭셔리 호텔 개발 - 중장기 밸류에이션 리레이팅의 트리거

'28년 서울 장충동 내 럭셔리 호텔 오픈 계획

동사는 서울 장충동 호텔 개발을 통해 호텔 부문의 중장기 성장 동력 확보에 나선다. 해당 호텔은 서울 중구 장충동2가 일대 내 서울신라호텔과 약 400m 거리에 위치한다. 총 약 5천억 원 중반 규모가 투입되는 사업으로, 지하 5층~지상 18층, 189실 규모의 하이엔드 호텔로 '28년 개관을 목표로 한다. 특히 장충동 호텔은 3.3㎡ 기준 건축비가 1,839만원으로, 같은 평형 기준 국내 5성급 평균 건축비가 1,563만원임을 고려할 때 초고급화에 초점을 두고 있는 것으로 판단된다.

파라다이스: 장충동 호텔 프로젝트 개요

구분	내용
위치	서울 중구 장충동 2가 186-210
대지면적	13,950㎡(약 4,220평)
연면적	69,970㎡(약 2만 1,200평)
규모/객실	지하 5층 ~ 지상 18층 / 189실
사업기간	2025년 3월 31일 ~ 2028년 8월 31일
사업비	5,750억원 (공사비 3,900억원)

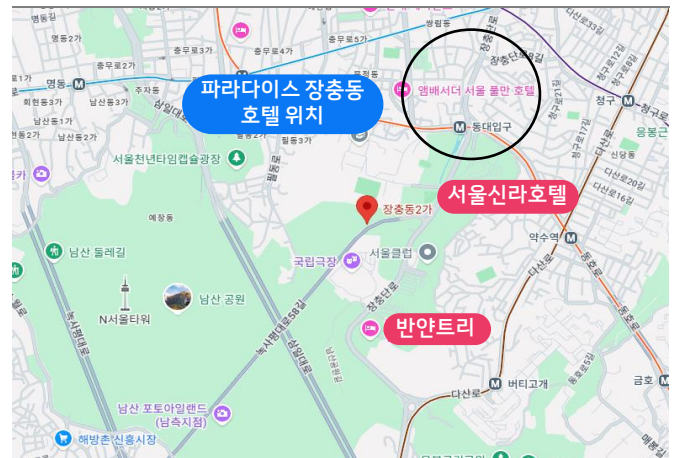
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 장충동 플래그십 호텔 투시도



자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 장충동 호텔 위치

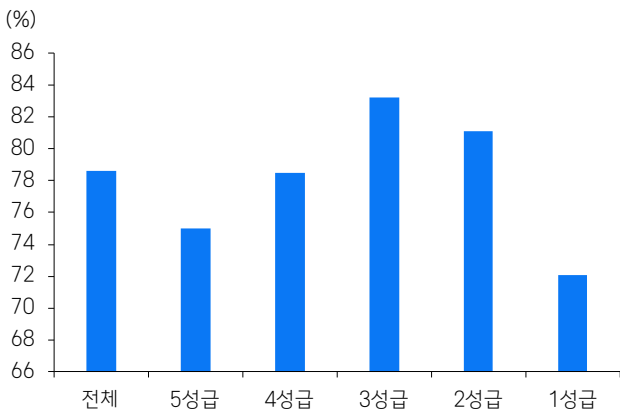


자료: 구글지도, 삼성증권

주요 관광지과 인접해 있는 점이 강점

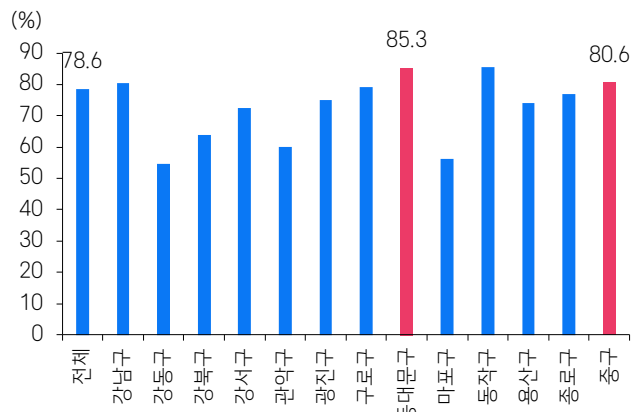
특히 해당 호텔은 명동·동대문 등 주요 관광지과 인접해 있으며, 외국인 관광객 수요를 직접적으로 흡수할 수 있는 장점을 갖추고 있다. 실제로 서울 5성급 호텔의 '24년 OCC는 75%인 반면, 명동이 위치한 중구 및 동대문구의 '24년 OCC 가 각각 81%, 85%임을 고려할 때, 동사의 호텔 역시 입지 경쟁력을 기반으로 설립 이후 70% 이상의 호텔 OCC를 기록할 수 있다는 판단이다.

서울 호텔 등급별 OCC ('24년 기준)



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

서울 지역별 OCC ('24년 기준)

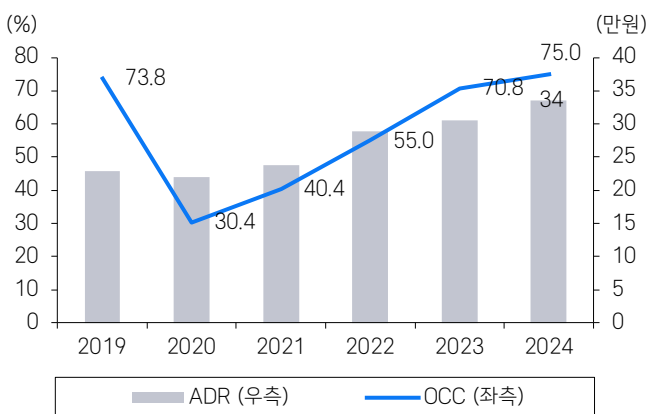


자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

연간 약 200억원 수준의 매출액 기여 가능할 것으로 전망

이러한 점을 감안할 때, 장충동 호텔은 1) 70% 이상의 안정적인 객실 가동률과 2) 높은 객실 단가('24년 기준 서울 5성급 호텔 ADR 34만원)를 기반으로 연간 약 120억~200억 원 수준의 객실 매출 창출이 가능할 것으로 추정된다. 특히 장충동 호텔은 럭셔리 호텔로 개발될 예정인 만큼 ADR이 35~40만 원 수준까지 상승할 경우, 연간 약 230억 원('25년 매출액 기준 2%)수준까지 매출 확대가 가능할 것으로 판단된다.

서울 5성급 호텔 ADR 및 OCC 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

장충동 호텔 매출액 추정

(억원)

OCC (%) / ADR (만원)	25	30	35	40
70%	121	145	169	193
75%	129	155	181	207
80%	138	166	193	221
85%	147	176	205	235

자료: 삼성증권 추정

매출 기여도 낮으나... 호텔 부문 강화의 두가지 시사점

동사의 장충동 호텔 매출 기여도는 '25년 기준 약 2% 수준으로 상대적으로 미미하다. 다만 호텔 부문 확대는 (1) 글로벌 호텔 체인으로의 성장과 이에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능성, (2) 파라다이스시티 카지노와의 연계를 통한 VIP 매출 기여도 제고 측면에서 중장기적으로 의미가 있다는 판단이다.

1. PER 30배 - 호텔 체인의 높은 멀티플, 파라다이스의 밸류에이션 리레이팅 가능성

마카오 및 국내 카지노 업체는 현재 '27E PER 10~11배 수준에서 거래되고 있는 반면, 글로벌 호텔 체인은 PER 30배 이상을 받고 있다. 호텔이 카지노 대비 높은 멀티플을 받는 요인은 다음과 같다.

(1) 호텔업의 실적 안정성이 더 높다. 비록 국내 카지노 산업은 고객 믹스 다변화로 실적 변동성이 낮아지고 있으나, VIP 1~2명의 베틱 결과에 따라 분기 실적이 좌우되는 특성이 여전히 존재한다.

(2) 규제 리스크의 상대적 자유로움이다. 카지노 신규 허가는 극히 제한적으로, '05년부터 '23년까지 약 19년간 국내 외국인 전용 카지노는 16개 수준에서 증가하지 못했으며, '24년 인스파이어 카지노가 19년 만에 신규 허가를 받은 것이 이를 방증한다. 반면 호텔은 캐파 확대에 따른 규제 부담이 카지노 대비 상대적으로 낮다.

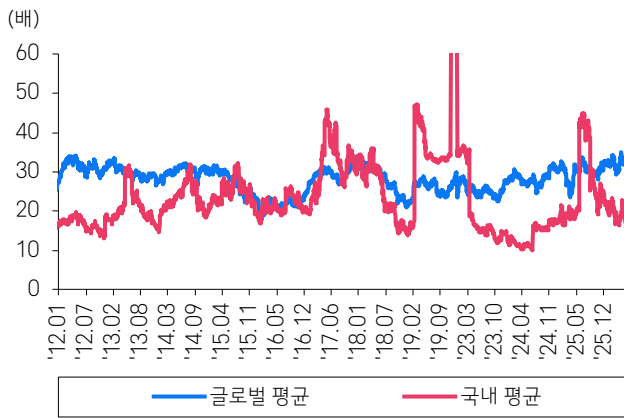
(3) 글로벌 호텔 체인의 경우에는 일부 호텔을 직접 소유하지 않고, 브랜드 라이선스만 제공하는 구조를 갖추고 있다. 이에 따라 호텔업체들은 호텔 확보에 대한 투자 비용 없이, 브랜드 사용에 대한 수수료만 수취하며 추가적인 자본 투입 없이 매출과 이익을 확대할 수 있다. 이것이 PER 30배 이상의 높은 멀티플을 정당화하는 핵심 근거다.

파라다이스, 카지노를 넘어 호텔 브랜드로

현재 동사는 (1) 파라다이스 시티, (2) 인천 하얏트 리젠시, (3) 파라다이스호텔 부산, (4) Embassy Suites Orlando Downtown을 직접 소유해 운영 중으로 호텔 운영 역량을 지속적으로 제고해왔다. 이 중 파라다이스시티와 부산 호텔은 '파라다이스' 자체 브랜드로 직접 운영되고 있어 호텔 브랜드로서의 '파라다이스' 가치를 꾸준히 축적하고 있다. 여기에 더해 '28년 장충동 럭셔리 호텔을 오픈할 경우, 호텔신라의 '더 신라'와 같이 프리미엄 도심 호텔로 관광객에게 각인될 수 있다는 판단이다.

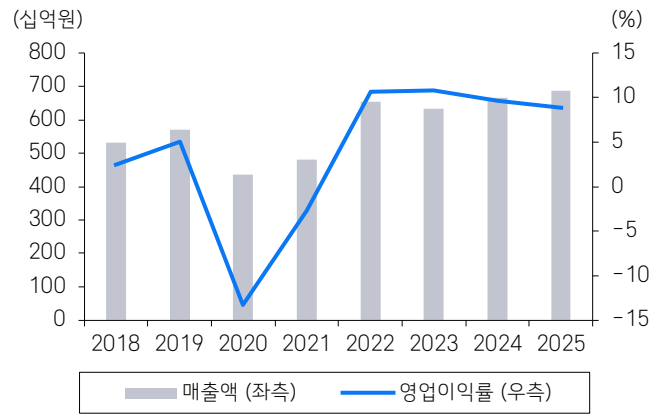
결국 이 같은 행보는 동사가 호텔신라의 '더 신라'·'신라모노그램'·'신라스테이' 브랜드 전략과 유사하게, '파라다이스' 브랜드를 기반으로 호텔 사업을 전략적으로 확장해 가고 있음을 시사한다. 그리고 이는 중장기적으로 동사가 (1) 글로벌 호텔 체인과 같이 '파라다이스' 브랜드 라이선스 사업으로의 확장이 가능하며, 추가적인 자본 투입 없이 매출과 이익을 창출할 수 있음을 의미한다. 또한 (2) 현재 호텔신라가 면세 사업 위축을 호텔 사업 확장으로 만회하는 구조인 반면, 동사는 안정적인 카지노 현금흐름을 기반으로 호텔 사업을 확장하는 구조인 만큼, 중장기적으로 멀티플 리레이팅 여력은 더욱 클 것으로 판단한다.

글로벌 및 국내 호텔업체 PER 추이



참고: 20~23년 코로나 기간 제외 / 글로벌- 메리어트, 힐튼, 인터컨티넨탈, 하얏트 평균 / 국내-신라호텔, 서부T&D, GS피앤엘
 자료: Bloomberg, 삼성증권

호텔신라: 호텔/레저 실적 추이



자료: 호텔신라, 삼성증권

2. 파라다이스시티와 장충동 시너지, 복합리조트 체험과 서울 관광을 동시에

한편 장충동 호텔은 워커히 카지노 및 파라다이스시티와 지리적으로 거리가 있어, 카지노 부문과의 시너지가 제한적일 것이라는 우려가 시장 일각에 존재한다. 다만 당사는 오히려 장충동 호텔이 파라다이스시티와 각각의 비교우위를 기반으로 시너지를 창출할 수 있다고 판단한다.

(1) 각 거점의 상대적 비교우위를 통한 보완 관계

파라다이스시티는 인천국제공항과의 우수한 접근성과 복합리조트로서의 다양한 엔터테인먼트를 강점으로 한다. 반면 장충동 호텔은 명동·동대문 등 서울 핵심 관광지와의 근접성을 바탕으로, 호텔 내 휴식과 서울 시내 관광을 동시에 즐길 수 있다는 차별점이 있다. 두 거점이 경쟁 관계가 아닌 각자의 강점을 가진 보완 관계로 기능할 수 있다는 점에서 시너지 효과가 발생할 수 있다는 판단이다.

(2) VIP 체류일수 확대를 통한 매출 기여

서울 관광을 원하는 VIP 고객의 경우, 파라다이스시티에서의 복합리조트 체험 이후 장충동 호텔로 이동하며 서울 시내 관광까지 연계하는 패키지형 체류가 가능하다. 그리고 이는 VIP 1인당 체류일수 및 총 지출을 늘리는 효과로 이어질 수 있다는 점에서 의미가 있다.

매출 면에서는 앞서 하얏트 리젠시 인수가 동사 전체 매출의 약 10%(25년 기준) 수준의 추가 기여로 이어질 것으로 예상되는 만큼, 서울 핵심 관광지에 위치한 장충동 호텔 역시 유사한 매출 시너지 확대가 가능할 것으로 판단한다.

리스크 요인

투자 확대에 따른 이자비용 증가 불가피

한편 동사는 최근 대규모 투자 재개에 따라 이자비용 증가가 불가피한 상황이다. 현재 동사는 2025년 약 2,100억원 규모의 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워 인수와 함께, 총 사업비 5,750억원 규모의 장충동 호텔 개발 프로젝트를 추진 중이다. 1) 하얏트 인수의 경우, 필요 자금의 절반을 은행 차입으로 조달하였고, 2) 장충동은 전체 투자 규모 중 약 5,500억원을 시중 은행(금리 약 3.8%)로 조달함에 따라 향후 연간 이자비용이 약 100억원 증가할 것으로 전망된다.

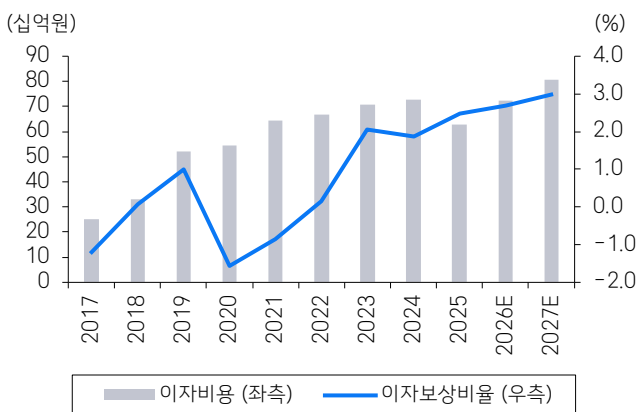
한편 동사는 과거 파라다이스 시티 준공에도 약 1조 5천억원의 대규모 자금을 투입했으며, 이로 인해 이자비용이 '18년 330억원, '19년 520억원에서 '24년 729억원까지 확대되며 재무 안정성 우려가 제기된 바 있다.

안정적인 현금창출력 기반 재무 안정성 유지할 것

다만, 엔데믹 이후 실적 회복에 따른 현금창출력 개선이 이자 부담을 상당 부분 완화하는 추세다. 동사는 '25년 기준 약 2,200억원 수준의 영업현금흐름을 창출하고 있으며, 이자보상배율 또한 '22년 0.2배 → '23년 2.1배 → '25년 2.5배까지 개선되는 등 이자비용 대응 능력이 유의미하게 강화된 상황이다.

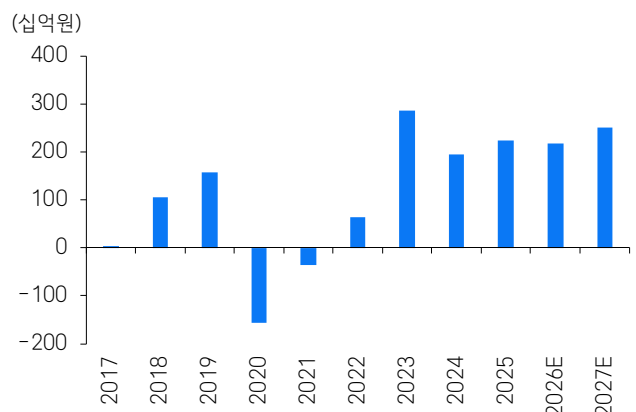
또한 카지노 사업 특성상 운전자본 부담이 낮아 영업현금이 즉각적으로 유입되는 구조이며, 장충동 호텔의 멤버십 선분양 등 선제적 자금조달 계획을 감안할 때 투자 관련 자금 소요 역시 일정 부분 통제 가능할 것으로 전망한다.

이자비용 및 이자보상비율 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

영업활동현금 흐름 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

Appendix. 기업개요

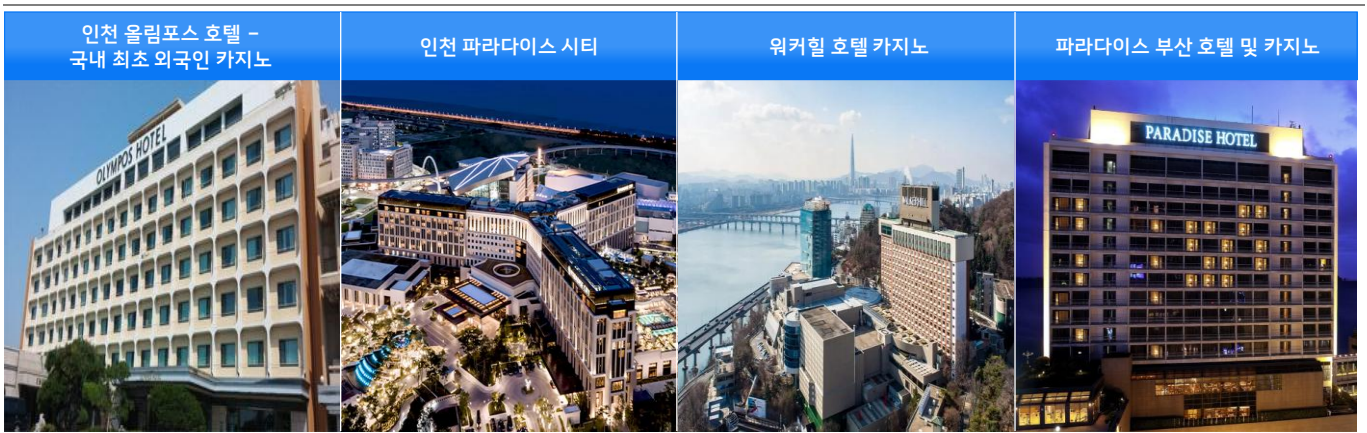
국내 최초 외국인 카지노 운영 업체

파라다이스는 국내 카지노 산업이 시작되던 시기부터 사업을 영위해온 기업으로, 1965년 인천 올림포스 호텔 개관 이후 1967년 동 호텔 내 국내 최초 외국인 전용 카지노를 개장하며 사업을 시작하였다. 이후 1968년 워커힌 호텔 내 카지노 오픈을 기점으로 부산, 제주 등 주요 관광 거점으로 사업을 확장하며 전국 단위 카지노 네트워크를 구축하였다.

또한 동사는 1981년 파라다이스 호텔 부산 설립을 통해 호텔 사업에 진출했으며, 2012년 일본 엔터테인먼트 기업 세가사미와의 합작법인 파라다이스세가사미를 설립하며 호텔과 복합리조트 사업으로 영역을 확장했다.

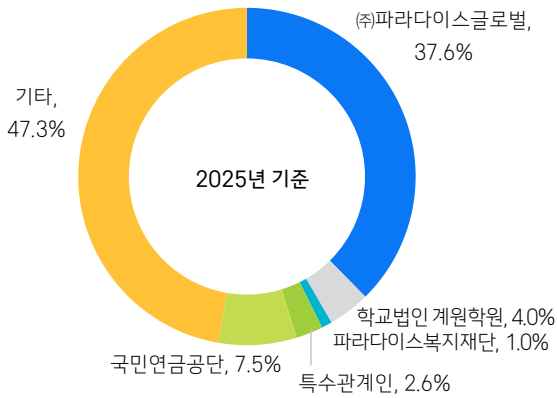
한편 2025년 기준 동사의 사업부별 매출 비중은 카지노 78%, 호텔 18%, 기타(도고스파, 편시티 등) 3%로 구성되어 있으며, 카지노 부문이 절대적인 비중을 차지한다. 카지노별 그룹액 기준 비중은 워커힌 37%, 파라다이스시티 53%, 부산 7%, 제주 3%로 나타나며, 특히 파라다이스시티는 카지노·호텔·엔터테인먼트 시설이 결합된 복합리조트로서 체류형 관광 수요를 기반으로 실적 성장을 견인하는 핵심 사업장으로 부상했다. 고객 구성은 전체 그룹액 기준 중국 VIP 17%, 일본 VIP 42%, 기타 VIP 18%, Mass 23%로, 파라다이스시티 운영사인 파라다이스세가사미가 일본 엔터사와의 합작법인만큼, 일본 VIP 비중이 높은 점이 특징이다. (GKL: 일본 VIP 비중 30%, 중국 VIP 17%, 기타 VIP 22%)

파라다이스: 운영 호텔 및 카지노



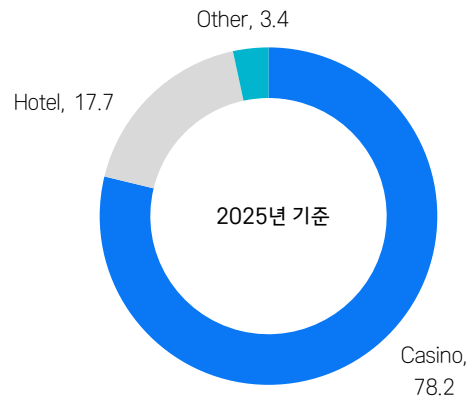
자료: 파라다이스, 언론보도, 삼성증권

파라다이스: 주주구성



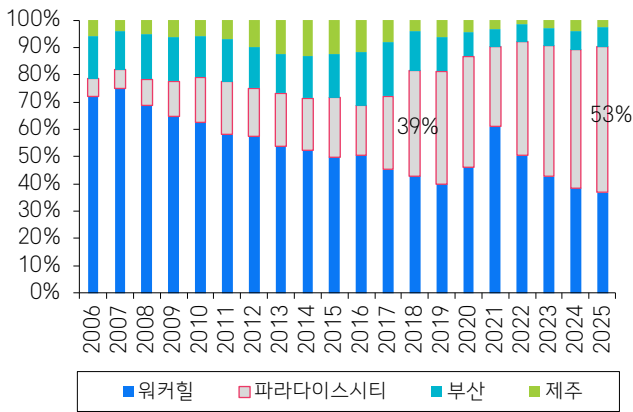
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 사업부별 매출액 비중



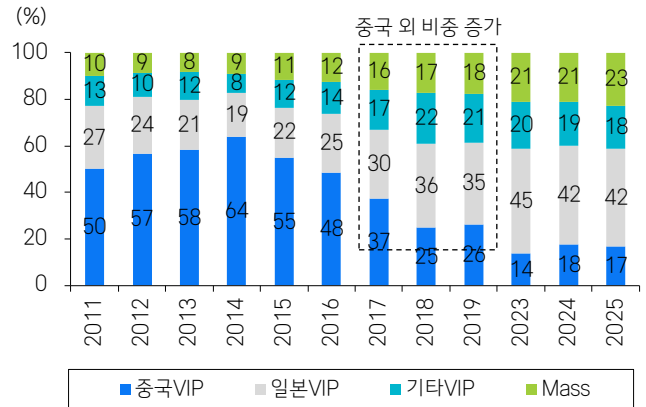
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 카지노별 드롭액 비중



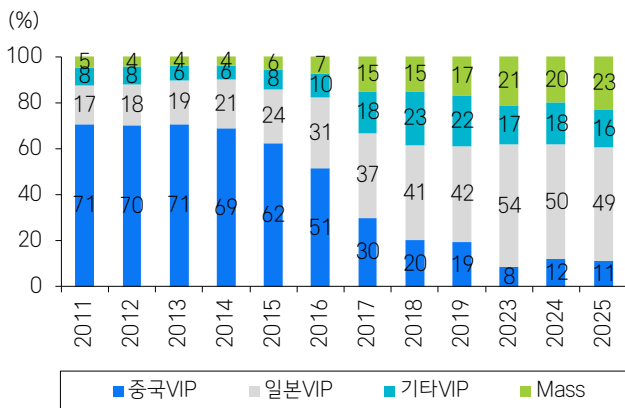
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 고객별 드롭액 비중 추이



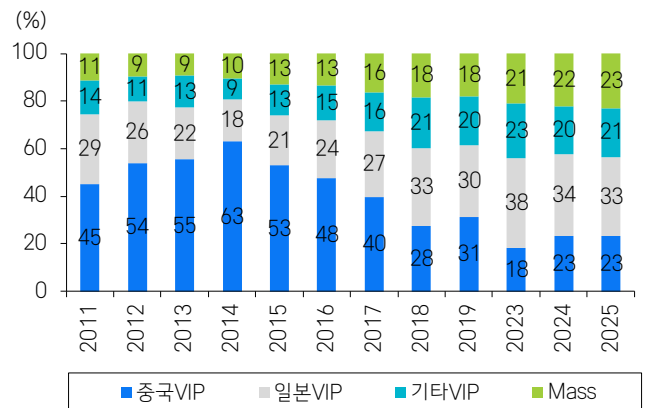
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스 시티: 국적별 드롭액 비중



자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스 시티 외: 고객별 드롭액 비중 추이



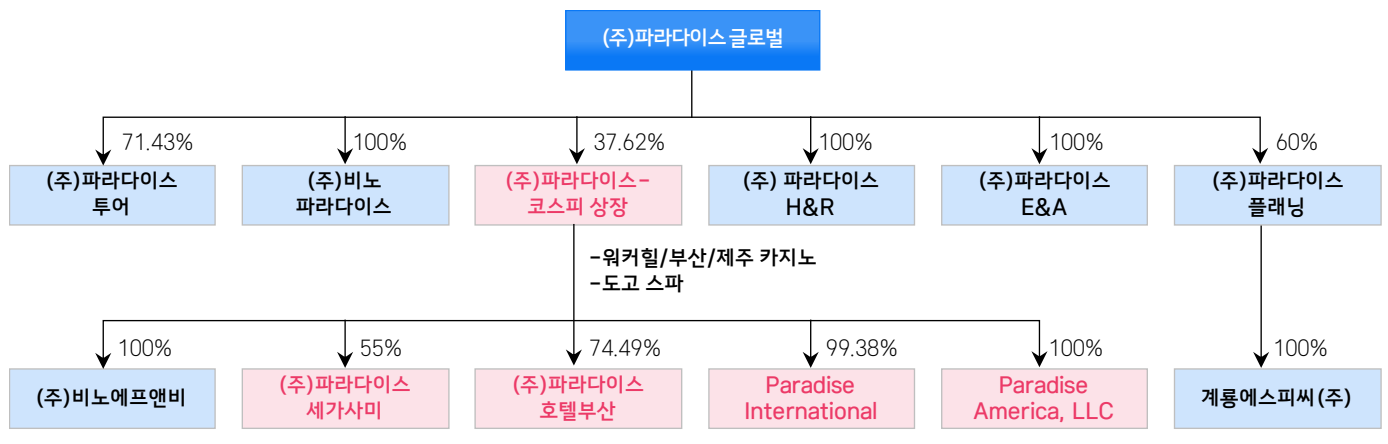
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 주요 연혁

연도	주요 내용
1965년 12월	인천 올림포스 호텔 개관
1967년 8월	국내 최초 외국인 전용 카지노 개장
1968년 3월	파라다이스 카지노 워커히 호텔 개장 (워커히 호텔)
1981년 11월	파라다이스 카지노 부산 개장 (주)파라다이스 비치호텔 설립(현 파라다이스 호텔 부산)
1992년 6월	파라다이스 카지노 제주 오픈
2002년 11월	파라다이스 코스닥 상장
2002년 12월	파라다이스 카지노 제주 롯데 오픈
2008년 7월	파라다이스 스파 도고 오픈
2012년 7월	(주)파라다이스세가사미 설립
2016년 2월	Paradise America, LLC 설립
2017년 4월	파라다이스시티 오픈

자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 지배구조



자료: 파라다이스, 삼성증권

2026. 6. 15

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,072	1,150	1,294	1,423	1,533
매출원가	834	882	973	1,044	1,108
매출총이익	238	268	321	379	425
(매출총이익률, %)	22.2	23.3	24.8	26.6	27.7
판매 및 일반관리비	102	112	130	136	143
영업이익	136	156	191	243	282
(영업이익률, %)	12.7	13.6	14.7	17.1	18.4
영업외손익	-35	-21	-43	-49	-54
금융수익	24	15	12	15	18
금융비용	73	63	72	81	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	13	28	17	17	17
세전이익	101	135	148	195	228
법인세	-10	-9	30	39	46
(법인세율, %)	-9.8	-7.0	20.0	20.0	20.0
계속사업이익	111	145	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	111	145	118	156	182
(순이익률, %)	10.3	12.6	9.1	10.9	11.9
지배주주순이익	76	94	94	131	153
비지배주주순이익	35	50	45	56	62
EBITDA	214	230	271	323	362
(EBITDA 이익률, %)	20.0	20.0	20.9	22.7	23.6
EPS (지배주주)	823	1,026	1,025	1,428	1,667
EPS (연결기준)	1,206	1,575	1,287	1,692	1,982
수정 EPS (원)*	823	1,026	1,025	1,428	1,667

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	864	885	1,063	1,287	1,533
현금 및 현금등가물	578	342	442	542	642
매출채권	25	29	35	33	36
재고자산	8	8	10	11	11
기타	253	506	577	701	844
비유동자산	3,070	3,195	3,219	3,342	3,465
투자자산	54	120	228	228	228
유형자산	2,510	2,542	2,566	2,689	2,812
무형자산	163	162	162	162	162
기타	344	371	263	263	263
자산총계	3,934	4,080	4,282	4,629	4,999
유동부채	668	755	852	1,113	1,443
매입채무	5	5	6	6	7
단기차입금	169	137	496	506	1,086
기타 유동부채	495	613	351	601	351
비유동부채	1,190	1,112	1,113	1,055	926
사채 및 장기차입금	716	635	635	575	445
기타 비유동부채	474	477	479	480	481
부채총계	1,859	1,868	1,966	2,168	2,369
지배주주지분	1,636	1,724	1,827	1,972	2,141
자본금	47	48	46	46	46
자본잉여금	336	352	352	352	352
이익잉여금	629	702	807	952	1,120
기타	624	622	622	622	622
비지배주주지분	439	489	489	489	489
자본총계	2,075	2,213	2,316	2,461	2,629
순부채	592	852	848	948	1,048

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	196	224	216	255	283
당기순이익	111	145	118	156	182
현금유출입이없는 비용 및 수익	136	129	118	102	98
유형자산 감가상각비	74	71	77	77	77
무형자산 상각비	4	3	3	3	3
기타	58	54	38	22	18
영업활동 자산부채 변동	0	5	-4	-4	-3
투자활동에서의 현금흐름	-186	-397	-120	-220	-220
유형자산 증감	-49	-83	-100	-200	-200
장단기금융자산의 증감	34	70	-3	-3	-3
기타	-171	-384	-17	-17	-17
재무활동에서의 현금흐름	-123	-63	4	65	37
차입금의 증가(감소)	-76	-46	96	10	580
자본금의 증가(감소)	0	17	0	0	0
배당금	-9	-13	-13	-13	-13
기타	-38	-21	-79	68	-530
현금증감	-111	-236	100	100	100
기초현금	689	578	342	442	542
기말현금	578	342	442	542	642
Gross cash flow	246	273	237	258	281
Free cash flow	146	135	116	55	83

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

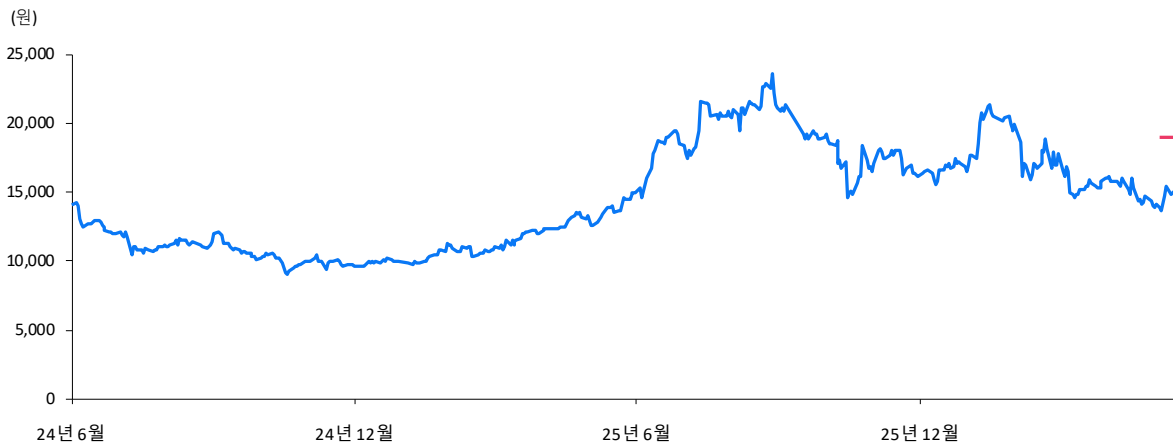
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	7.8	7.3	12.6	9.9	7.7
영업이익	-6.7	14.5	22.5	27.4	16.0
순이익	38.0	30.8	-18.3	31.5	17.1
수정 EPS**	20.6	24.6	-0.2	39.4	16.7
주당지표					
EPS (지배주주)	823	1,026	1,025	1,428	1,667
EPS (연결기준)	1,206	1,575	1,287	1,692	1,982
수정 EPS**	823	1,026	1,025	1,428	1,667
BPS	18,941	19,694	20,874	22,532	24,454
DPS (보통주)	150	150	120	160	190
Valuations (배)					
P/E***	11.7	16.1	14.6	10.5	9.0
P/B***	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.9	12.5	10.1	8.7	8.1
비율					
ROE (%)	5.0	5.6	5.3	6.9	7.5
ROA (%)	2.9	3.6	2.8	3.5	3.8
ROIC (%)	5.9	6.3	5.8	7.1	7.5
배당성향 (%)	17.1	13.9	11.2	10.7	10.9
배당수익률 (보통주, %)	1.6	0.9	0.8	1.1	1.3
순부채비율 (%)	28.5	38.5	36.6	38.5	39.9
이자보상배율 (배)	1.9	2.5	2.6	3.0	3.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2026/6/15
투자의견	BUY
TP (원)	19000
피리올 (평균)	
피리올 (최대/최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.03.31 기준
매수(85.2%)·중립(14.8%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA