



Outperform(Maintain)

목표주가: 15,000원(상향)

주가(9/6): 13,300원

시가총액: 6,402억원

건설/부동산
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/6)	2,319.82pt
52주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	14,000원 -5.0%
등락률	72.1%
수익률	절대 상대(vs KSE)
1M	2.7%
6M	53.8%
1Y	56.8%
	6.1% 38.0% 39.7%

Company Data

발행주식수	48,133천주
일평균 거래량(3M)	482천주
외국인 지분율	1.6%
배당수익률(17E)	0.0%
BPS(17E)	8,620원
주요 주주	세계기독교 통일신령협회 외 3인
	60.2%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,107	2,385	2,161	2,748
영업이익	304	415	329	490
EBITDA	439	559	473	635
세전이익	182	296	213	382
순이익	143	232	166	301
지배주주지분순이익	143	234	167	303
EPS(원)	298	485	347	629
증감률(%YoY)	13.3	63.1	-28.5	81.4
PER(배)	44.7	27.4	38.3	21.1
PBR(배)	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	15.9	12.3	13.9	9.4
영업이익률(%)	14.4	17.4	15.2	17.8
ROE(%)	4.0	5.8	4.0	6.8
순부채비율(%)	14.0	12.0	4.4	-8.9

Price Trend



Update

용평리조트 (070960)

달아오르는 평창 동계올림픽 열기! 그 이후는?!



〈Update〉 동계올림픽으로 인해 내년 1분기는 사상최대 실적을 기록할 전망입니다. 다만, 올림픽빌리지 1차가 올해 4분기에 준공되면서, 이후 분양매출에 대한 공백이 발생할 수 있습니다. 비수기 매출 증가를 위해 신사업을 추진하고 있으며, 2025년까지 개발 프로젝트에 대한 파이프라인을 보유하고 있는 점은 긍정적입니다. 향후 각 프로젝트의 시기와 규모가 확정되면 실적 및 multiple의 조정이 이뤄질 예정입니다.

>>> 운영사업의 계절적 편차 개선 기대

동사는 2분기 매출액 526억원(YoY +7.2%, QoQ +7.1%), 영업이익 34억원(YoY +48.3%, QoQ -67.7%)을 기록했다. 매출액은 양호한 분양매출로 증가세를 이어갔지만, 영업이익은 2분기가 최비수기로 전분기대비 급감하는 실적을 기록했다. 전통적으로 2분기 운영사업은 적자를 기록하고 있다. 다만, 전년대비 2분기 운영사업의 매출은 매년 지속적으로 증가하고 있는 추세를 보여주고 있다. 더불어 매출의 계절적 편차를 극복하기 위해 MTB, 테마파크 등 비수기 매출 증가를 위한 신사업을 추진하고 있다는 점은 상당히 긍정적이다. 올림픽빌리지 1차의 진행률이 3분기에 정점을 기록하고, 4분기는 계절적 최성수기로 하반기 역시 양호한 실적을 기록할 것으로 전망된다.

>>> 동계올림픽 수혜가 집중될 2018년 1분기

평창 동계올림픽의 공식일정은 내년 2월부터다. 동계올림픽 수혜를 의미있게 확인할 수 있는 시점은 내년 1분기로 전망된다. 아직 모든 계약이 완료되지 않았기 때문에 정확한 수혜 규모를 예측하기 어렵지만, 전년대비 2배 가량 운영매출이 증가할 것으로 전망된다. 일반적으로 2월 이후 계절적 비수기에 돌입하게 되는데, 1) 동계올림픽 전후로 유휴객실 및 시설 사용이 이어지고, 2) 각국 NOC와 골프장 클럽하우스 등 다수의 임대 계약이 체결 중이며, 3) 3월부터는 패럴림픽이 개최돼 운영수익이 크게 증가할 것으로 예상된다. 제2영동고속도로 개통 및 인천공항~강릉 KTX 개통으로 교통인프라 개선에 따른 접근성이 높아진 점도 긍정적이다. 동계시즌에는 휴장했던 골프장 클럽하우스가 운영되고, 올림픽빌리지 1차 준공으로 사용가능한 객실도 증가하며, F&B업장 리노베이션을 통해 수용가능인원이 증가한 상태에서 F&B 장기 계약을 진행하는 등 동계올림픽으로 인한 수혜는 명확하다.

>>> 개발 프로젝트의 가시화 필요

앞서 언급한 것처럼 동계올림픽으로 인해 내년 1분기는 사상최대 실적을 기록할 전망이다. 다만, 올림픽빌리지 1차가 올해 4분기에 준공되면서, 이후 분양매출에 대한 공백이 발생할 수 있다. 동계올림픽 수혜를 감안한다해도 추가적인 개발 프로젝트 부재시 동사의 내년 매출과 이익은 역성장이 불가피할 전망이다. 현재 올림픽빌리지 2차, 베르데힐 2차, 용평콘도 재건축, RS콘도, 용평 부지 외 개발 프로젝트 등 2025년까지 개발 프로젝트 파이프라인을 보유하고 있다. 하지만 아직 시기나 규모 등 공식적으로 구체화 된 프로젝트는 없는 상황이다. 당사는 올림픽빌리지 2차를 내년 3분기부터, 베르데힐 2차는 2019년 1분기부터 착공에 들어간다고 가정하고 실적에 반영했다. 향후 각 프로젝트의 시기와 규모가 확정된다면 실적 및 multiple의 조정이 이뤄질 예정이다.

용평리조트 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	460	491	648	508	491	526	751	617	2,107	2,385	2,161
운영	336	175	274	264	369	194	280	279	1,049	1,122	1,508
분양	125	316	375	243	122	332	470	339	1,058	1,263	653
매출원가율	71.4	89.8	69.6	78.1	71.1	87.7	70.2	75.7	76.8	75.7	76.8
영업이익	72	23	133	76	106	34	173	101	304	415	329
영업이익률	15.7	4.7	20.5	14.9	21.6	6.5	23.0	16.4	14.4	17.4	15.2
세전이익	44	-6	98	46	79	4	140	73	182	296	213
순이익	35	-5	76	37	61	4	109	59	143	232	166
순이익률	7.6	-1.0	11.7	7.3	12.5	0.7	14.5	9.5	6.8	9.7	7.7

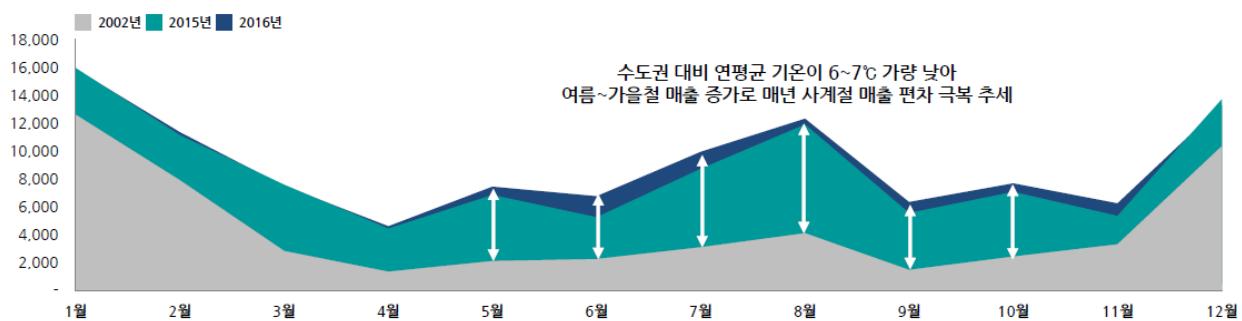
자료: 용평리조트, 키움증권

목표주가 산정

가치		
12개월 forward EBITDAs(원)	1,043	
target multiple(배)	14.4	글로벌 피어 평균 EV/EBITDA
주당가치(원)	15,013	
적정주가(원)	15,000	
현재주가(9/6)(원)	13,300	
Upside(%)	12.8	

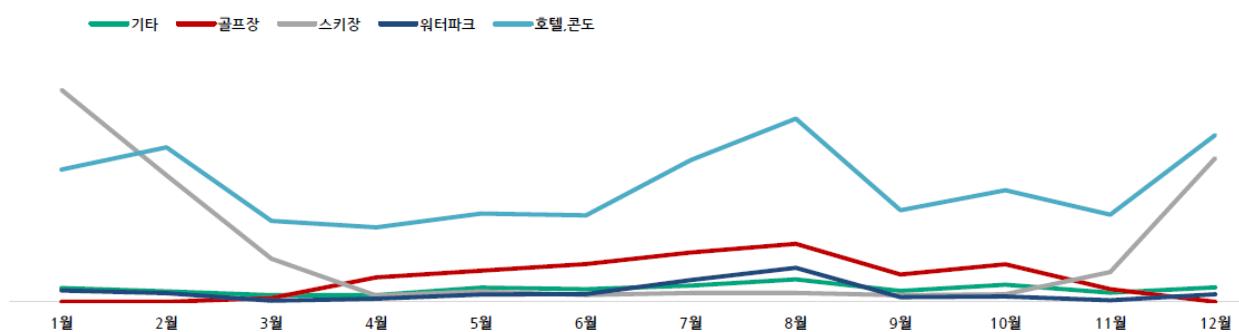
자료: 키움증권

용평리조트 월별 운영사업 매출 추이 (단위: 백만원)



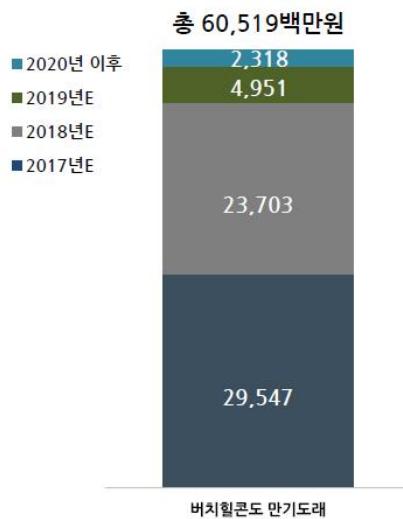
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 운영사업 부문별 매출 추이



자료: 용평리조트, 키움증권

버치힐콘도 회원제 만기도래 일정: 등기제 전환을 통해 순차적으로 분양매출 인식 예정



버치힐 콘도 개요	
개관일	2002년 12월
규모	총 41동/ 450세대
평형	37평 ~ 76평형
특징	용평의 스카이라인을 따라 자작나무 숲 속에 조성된 최고급 별장형 콘도미니엄으로, 미국의 비버크릭을 모델로 개발

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 부동산 추가 개발 계획(2018~)



자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 교통인프라 개선 수혜: 2016년 제2영동고속도로 개통 및 2017년 KTX 개통



올림픽역으로 태어나는 진부역!			
운행 구간	인천공항→진부		
소요 시간	구간	기준	개통 후
	인천공항↔ 진부(평창) 청량리↔ 진부(평창)	-	1시간 38분
		-	58분

강원도와 평창이 가까워지는 새로운 길!			
운행 구간	경기 광주시 초월읍↔ 강원 원주시 가현동		
소요 시간	구간	기준	개통 후
	인천공항↔ 평창	3시간 2분	2시간 43분
	서울↔ 원주	1시간 17분	54분

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 평창동계올림픽 리조트 운영계획

	'17년 11월	12월	'18년 1월	2월	3월
객실		정상영업		정상영업 + 일부 조직위원회 사용 협의	
스키장			레인보우 코스를 제외한 스키장 정상영업		
골프장 클럽하우스		동계시즌 골프장 휴장		세계 각국 선수단 클럽하우스 사용 예정	
기타 영업장			정상영업 + F&B업장 리노베이션을 통해 올림픽 관계자들 사용공간 확장		

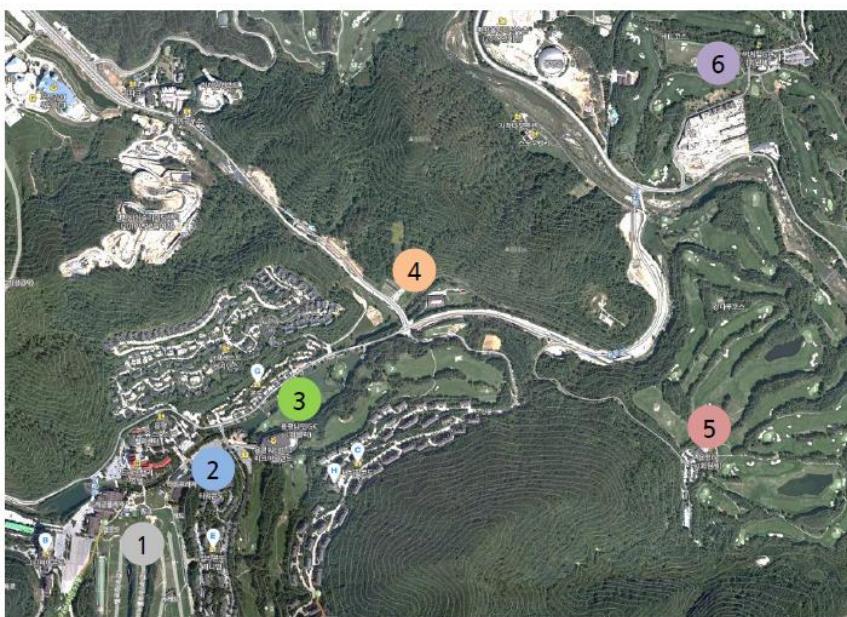


- F&B업장 확장 및 리노베이션 공사 진행
- 리조트 단지 내 총 1,400여명 수용 가능한 조식부페 등 운영 예정
- F&B 장기 계약을 통해 매출 증가 예상

주) 용평리조트 드래곤밸리호텔 더 살레 리노베이션

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 평창동계올림픽 관련 시설 사용 계약 현황: 각국 NOC와 골프장 클럽하우스 등 임대 계약 체결



- | | | | | |
|---|-----------------|--|--|--|
| 1 | 슬로프하단(A,B Zone) | | | |
| | | | | |
| 2 | 타워콘도 Bar | | | |
| 3 | 용평나인GC | | | |
| 4 | 진입로 부지 | | | |
| 5 | 용평GC | | | |
| 6 | 버치힐GC | | | |

자료: 용평리조트, 키움증권

Global Peer (단위: USDm, 배)

업체	용평리조트	베일 리조트 (Vail Resorts, Inc.)	SkiStar AB	Nippon Ski Resort Developmen	
Code	070960 KS Equity	MTN US Equity	SKISB SS Equity	6040 JP Equity	
국가	KS	US	SW	JN	
시가총액	(Local M) (USDm)	64,017.3 565.2	9,055.7 9,055.7	7,720.0 970.4	12,008.3 110.6
재무 data 단위		원	USDm	USDm	USDm
매출액	2014 2015 2016 2017E 2018E	1,335.92 1,763.03 2,107.02 2,385.15 2,161.34	1,254.65 1,399.92 1,601.29 1,909.14 2,045.14	266.13 236.73 236.82 265.11 259.98	48.52 50.62 48.67 56.22 65.74
영업이익	2014 2015 2016 2017E 2018E	172.00 264.30 303.74 414.67 328.73	117.26 210.51 282.98 390.00 462.67	36.06 46.43 51.30 47.84 48.61	7.16 7.79 0.93 5.44 9.07
영업이익률	2014 2015 2016 2017E 2018E	12.9% 15.0% 14.4% 17.4% 15.2%	9.3% 15.0% 17.7% 20.4% 22.6%	13.5% 19.6% 21.7% 18.0% 18.7%	14.8% 15.4% 1.9% 9.7% 13.8%
EBITDA	2014 2015 2016 2017E 2018E	310.04 394.89 438.63 558.77 473.37	257.86 359.64 444.47 595.71 670.14	67.25 72.38 76.67 81.11 80.20	9.49 11.32 5.29 N/A N/A
P/E	2014 2015 2016 2017E 2018E	N/A 32.67 44.71 27.40 38.34	67.64 48.58 35.02 46.38 38.33	20.35 16.09 17.93 19.50 20.59	N/A 32.90 N/A 36.43 20.01
P/B	2014 2015 2016 2017E 2018E	N/A 1.32 1.61 1.54 1.49	3.33 4.62 5.92 5.95 4.47	2.15 2.44 3.08 3.80 3.52	N/A 5.05 2.56 N/A N/A
EV/EBITDA	2014 2015 2016 2017E 2018E	4.41 13.55 15.86 12.34 13.92	12.91 13.34 13.10 17.24 15.00	12.08 9.82 11.29 13.97 13.80	N/A 16.38 17.18 N/A N/A
ROE	2014 2015 2016 2017E 2018E	1.32 3.78 4.04 5.76 3.95	3.46 13.60 17.20 16.89 13.74	10.77 15.65 17.99 20.00 17.20	30.00 19.52 -2.53 6.70 N/A
배당수익률	2014 2015 2016 2017E 2018E	N/A 1.17 0.00 0.00 0.00	1.65 1.89 2.00 1.65 1.94	2.97 3.92 3.17 2.79 3.30	0.00 0.00 0.00 0.00 0.00

자료: Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,763	2,107	2,385	2,161	2,748
매출원가	1,348	1,617	1,805	1,660	2,067
매출총이익	415	490	580	501	681
매출총이익률(%)	23.5	23.2	24.3	23.2	24.8
판매비 및 일반관리비	150	186	166	172	190
영업이익	264	304	415	329	490
영업이익률(%)	15.0	14.4	17.4	15.2	17.8
영업외손익	-112	-121	-119	-115	-108
금융수익	9	6	4	6	9
금융원가	144	116	115	114	113
기타수익	57	1	6	4	5
기타비용	34	12	14	11	9
종속 및 관계 기업 관련 손익	0	0	0	0	0
법인세 차감전이익	152	182	296	213	382
법인세비용	37	39	64	47	81
유효법인세율	24.1	21.5	21.5	22.3	21.3
당기순이익	116	143	232	166	301
순이익률(%)	6.6	6.8	9.7	7.7	10.9
지배주주지분 순이익	116	143	234	167	303
EBITDA	395	439	559	473	635
EBITDA margin (%)	22.4	20.8	23.4	21.9	23.1
증감율(%), YoY					
매출액	32.0	19.5	13.2	-9.4	27.1
영업이익	53.7	14.9	36.5	-20.7	49.1
법인세 차감전이익	182.9	19.7	62.3	-28.0	79.2
당기순이익	192.6	23.8	62.3	-28.7	81.4
지배주주지분당기순이익	193.3	23.3	63.1	-28.5	81.4
EBITDA	27.4	11.1	27.4	-15.3	34.1
EPS	152.0	13.3	63.1	-28.5	81.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	368	-190	347	126	271
당기순이익	116	143	232	166	301
감가상각비	130	134	142	143	143
무형자산상각비	1	1	2	2	2
GrossCashFlow	414	445	566	496	635
운전자본변동	-38	-588	-197	-370	-364
매출채권 및 기타채권의 증감	-1,446	311	227	-218	-454
재고자산의 증감	-91	113	-18	5	-11
매입채무 및 기타채무의 증감	324	-245	-67	-81	93
영업에서 창출된 현금흐름	376	-142	369	126	271
투자활동현금흐름	-71	156	-244	-15	39
투자자산의 증감	5	0	-2	2	-4
유형자산의 감소	64	27	2	12	14
유형자산의 증가(CAPEX)	-136	-178	-215	-17	47
무형자산의 증감	-1	-22	-34	-19	-25
기타	-4	328	4	5	7
FreeCashFlow	303	-315	122	103	307
재무활동현금흐름	-309	296	-67	186	271
차입금의 증가(감소)	-159	-401	-21	-12	-12
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의 처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-48	-16	-21
기타	-150	697	2	214	304
현금 및 현금성자산의 순증가	-12	262	36	296	581
기초현금 및 현금성자산	496	483	745	781	1,077
기말현금 및 현금성자산	483	745	781	1,077	1,658

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,889	2,370	2,201	2,694	3,757
현금 및 현금성자산	483	745	781	1,077	1,658
매출채권 및 기타 유동채권	1,809	1,451	1,223	1,441	1,895
재고자산	240	142	169	164	175
기타 유동자산	356	32	28	13	28
비유동자산	6,818	6,920	6,993	6,868	6,694
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	7	7	7	7	9
유형자산	6,770	6,852	6,850	6,712	6,509
무형자산	32	52	125	141	164
투자자산	7	7	9	7	11
기타 비유동자산	1	1	1	1	2
자산 총계	9,707	9,289	9,194	9,563	10,450
유동부채	4,080	3,075	2,814	2,641	2,758
매입채무 및 기타 유동채무	765	803	846	765	859
유동성이자 발생차입금	1,459	1,079	1,069	1,069	1,069
기타 유동부채	1,855	1,193	898	806	830
비유동부채	2,499	2,250	2,232	2,624	3,115
장기 매입채무 및 기타 비유동채무	1,567	1,422	1,325	1,441	1,527
사채 및 장기 차입금	243	221	208	196	184
기타 비유동부채	689	608	699	987	1,404
부채 총계	6,578	5,325	5,046	5,265	5,873
자본금	1,900	2,407	2,407	2,407	2,407
자본잉여금	0	180	180	180	180
이익잉여금	1,237	1,377	1,562	1,713	1,995
기타 자본	-9	0	0	0	0
지배주주지분 차본총계	3,128	3,964	4,149	4,300	4,582
자본총계	3,128	3,964	4,148	4,298	4,577
총자본금	1,703	1,300	1,277	1,265	1,253
순자본금	1,220	555	497	188	-407

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	263	298	485	347	629
BPS	6,498	8,236	8,620	8,934	9,519
주당 EBITDA	893	911	1,161	983	1,319
SPS	3,986	4,377	4,955	4,490	5,709
DPS	100	0	0	0	0
주가 배수(배)					
PER	32.7	44.7	27.4	38.3	21.1
PBR	1.3	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.5	15.9	12.3	13.9	9.4
PSR	2.2	3.0	2.7	3.0	2.3
배당수익률	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	41.4	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	4.0	5.8	4.0	6.8
총자산이익률(ROA)	1.3	1.5	2.5	1.8	3.0
투하자본이익률(ROIC)	5.0	5.6	7.1	5.6	8.9
안정성(%)					
부채비율	210.3	134.3	121.6	122.5	128.3
순자본금비율	39.0	14.0	12.0	4.4	-8.9
유동비율	70.8	77.1	78.2	102.0	136.2
이자 보상 배율(배)	1.8	2.6	3.6	2.9	4.3
활동성(회)					
매출채권 회전율	1.6	1.3	1.8	1.6	1.6
재고자산 회전율	10.3	11.0	15.3	13.0	16.2
매입채무 회전율	2.5	2.7	2.9	2.7	3.4

Compliance Notice

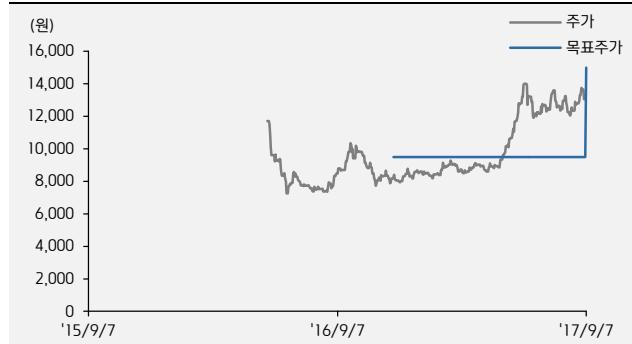
- 당사는 9월 6일 현재 '용평리조트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	괴리를		
				목표가격 대상 시점	평균주가 대비	최고 주가대비
용평리조트 (070960)	2016/11/28	Outperform(Initiate)	9,500원	6개월 6개월	-6.7	+23.2
	2017/09/07	Outperform(Maintain)	15,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리를 산출하였음.

목표주가추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%