



BUY(Upgrade)

목표주가: 15,000원

주가(12/6): 10,600원

시가총액: 5,102억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/6)		2,474.37pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,000원	7,940원
등락률	-24.3%	33.5%
수익률	절대	상대(vs KSE)
1M	-8.6%	-5.8%
6M	-19.7%	-23.1%
1Y	32.7%	6.7%

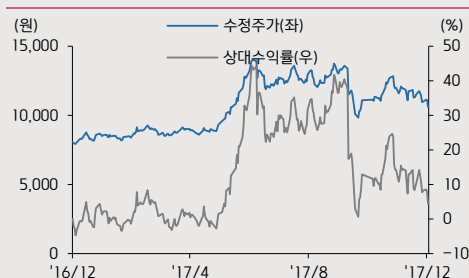
Company Data

발행주식수	48,133천주
일평균 거래량(3M)	694천주
외국인 지분율	1.8%
배당수익률(17E)	0.9%
BPS(17E)	8,473원
주요 주주	세계기독교
	통일신명협회 외 3인
	54.8%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,107	2,153	2,221	2,317
영업이익	304	328	339	356
EBITDA	439	476	490	507
세전이익	182	208	221	246
순이익	143	163	173	193
지배주주지분순이익	143	163	173	193
EPS(원)	298	338	359	400
증감률(%)YoY	13.3	13.7	6.0	11.7
PER(배)	35.6	31.3	29.6	26.5
PBR(배)	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	12.9	12.5	11.6	10.4
영업이익률(%)	14.4	15.2	15.3	15.4
ROE(%)	4.0	4.0	4.2	4.5
순부채비율(%)	14.0	20.3	14.0	4.4

Price Trend



용평리조트 (070960)

기다렸던 개발사업 가시화로 안정적인 성장 전망



〈장 중 실적발표〉 동계올림픽으로 인해 내년 1분기는 사상최대 실적을 기록할 전망이다. 올림픽 계약이 거의 마무리 되면서 내년 분양계획도 보다 가시화되고 있습니다. 올림픽빌리지 2차, 베르데힐 2차는 내년 하반기에는 착공에 들어갈 수 있을 것으로 파악돼, 2020년까지는 안정적인 성장이 가능할 전망이다. 투자 의견을 BUY로 상향하며, 매수 전략을 추천드립니다.

>>> 역대 최대 실적을 기록할 내년 1분기

동사는 3분기 매출액 644억원(YoY -0.7%, QoQ +22.4%), 영업이익 128억원(YoY -3.6%, QoQ +273.1%)을 기록했다. 매출액은 운영매출과 분양매출 모두 소폭 감소했지만, 양호한 수준을 기록했다. 이익 역시 전년 대비 4% 정도 감소했는데 이는 올림픽 관련 메뉴 계약 후 조직위의 요구에 따라 수선이 필요했기 때문이며, 내년 1분기에 청구될 예정이다. 다만 분양매출은 3분기에 정점을 기록할 것으로 전망된다. 향후 올림픽 기간에는 분양매출이 감소하고, 올림픽 이후 올림픽빌리지 2차와 베르데힐 2차가 분양을 시작하면서 분양매출은 다시 증가 추세로 전환될 전망이다. 운영매출은 4분기부터 성숙기가 시작되므로 양호한 실적을 기록할 것으로 전망되며, 올림픽 시즌인 내년 1분기에 계절적 최성수와 겹치면서 역대 최대 실적을 기록할 것으로 판단된다.

>>> 동계올림픽으로 인한 수혜는 명확하다!

평창 동계올림픽의 공식일정은 내년 2월부터다. 세부 계약내용이 비공개로 진행되고 있어 정확한 수혜 규모를 예측하기 어렵지만, 전년대비 2배 이상은 운영매출이 증가할 수 있을 것으로 전망된다. 올림픽 시즌에 사용하는 스키 슬럼프는 총 28개 중 4개로 최성수기 영업도 차질 없이 진행될 것으로 예상된다. 일반적으로 2월 이후 계절적 비수기에 돌입하게 되는데, 1) 동계올림픽 전후로 유숙객실 및 시설 사용이 이어지고, 2) 각국 NOC와 골프장 클럽하우스 등 다수의 임대 계약이 체결됐으며, 3) 3월부터는 패럴림픽이 개최돼 운영수익이 크게 증가할 것으로 예상된다. 제2영동고속도로 개통 및 인천공항~강릉 KTX 개통으로 교통인프라 개선에 따른 접근성이 높아진 점도 긍정적이다. 실제 여행주간 동안 강원도와 동사를 찾는 관광객이 증가하고 있다. 더불어 올림픽을 대비해 주변의 숙박시설이 1,688실 증가하면서 동사의 운영매출 증가에 기여할 것으로 기대된다. F&B업장 리노베이션을 통해 수용가능인원이 증가한 상태에서 F&B 장기 계약을 진행하는 등 동계올림픽으로 인한 수혜는 명확하다.

>>> 기다렸던 개발 프로젝트의 가시화

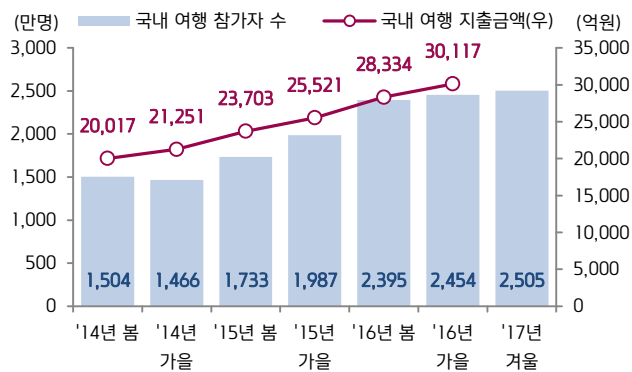
동계올림픽으로 인해 내년 1분기는 사상최대 실적을 기록할 전망이다. 그동안 올림픽 빌리지 1차 이후(3분기 말 기준 진행률 87%) 분양매출에 대한 공백이 동사의 가장 큰 우려사항이었다. 추가적인 개발 프로젝트 부재시 내년부터 매출과 이익은 역성장이 불가피했기 때문이다. 올림픽 계약이 거의 마무리 되면서 내년 분양계획도 보다 가시화되고 있다. 올림픽빌리지 2차, 베르데힐 2차는 내년 하반기에는 착공에 들어갈 수 있을 것으로 파악된다. 따라서 2020년까지는 안정적인 성장이 가능할 전망이다. 이외에도 RS콘도, 용평 부지 외 개발 프로젝트, 용평콘도 재건축 등 2025년까지 개발 프로젝트 파이프라인을 보유하고 있다. 최근 올림픽 성공 여부에 대한 불확실성 확대로 주가 조정폭이 커지고 있다. 냉정하게 말하면 올림픽 성공 여부와 관계없이 동사의 실적 개선은 명확하다. 투자 의견을 BUY로 상향하며, 매수 전략을 추천드립니다.

용평리조트 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	460	491	648	508	491	526	644	492	2,107	2,153	2,221
운영	336	175	274	264	369	194	269	266	1,049	1,098	1,473
분양	125	316	375	243	122	332	374	226	1,058	1,055	748
매출원가	71.4	89.8	69.6	78.1	71.1	87.7	74.9	80.1	76.8	78.4	78.1
영업이익	72	23	133	76	106	34	128	59	304	328	339
영업이익률	15.7	4.7	20.5	14.9	21.6	6.5	19.9	12.0	14.4	15.2	15.3
세전이익	44	-6	98	46	79	4	94	31	182	208	221
순이익	35	-5	76	37	61	4	73	25	143	163	173
순이익률	7.6	-1.0	11.7	7.3	12.5	0.7	11.3	5.1	6.8	7.6	7.8

자료: 용평리조트, 키움증권

여행주간 내 국내여행 추이

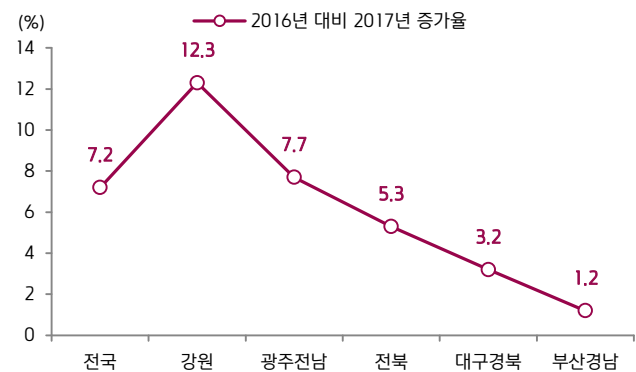


자료: 문화체육관광부, 용평리조트, 키움증권

주1: 2017년 겨울은 신규 편입한 여행주간으로 지출금액 자료는 없음

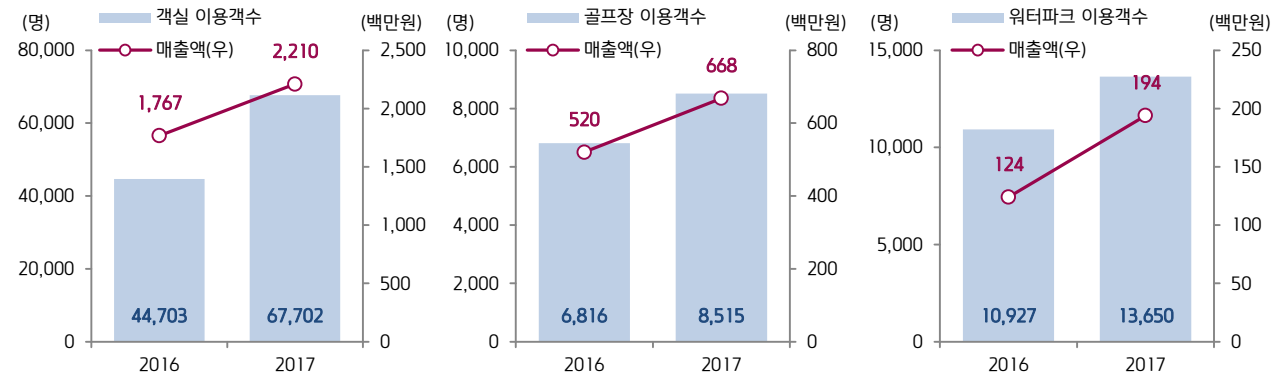
주2: 2017년 봄, 가을 여행주간에 대한 관련 데이터는 발표되지 않음

2017년 봄 여행주간 현황: 고속도로 통행량 증가율



자료: 문화체육관광부, 용평리조트, 키움증권

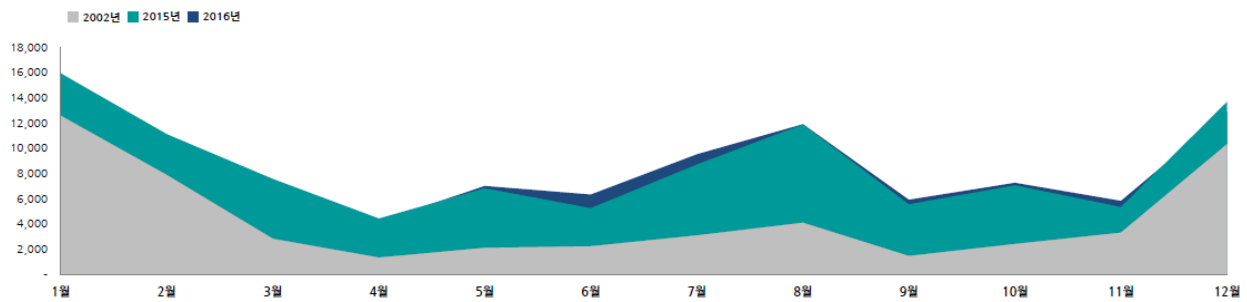
2017년 봄 여행주간 현황: 용평리조트 성과 변화



자료: 문화체육관광부, 용평리조트, 키움증권

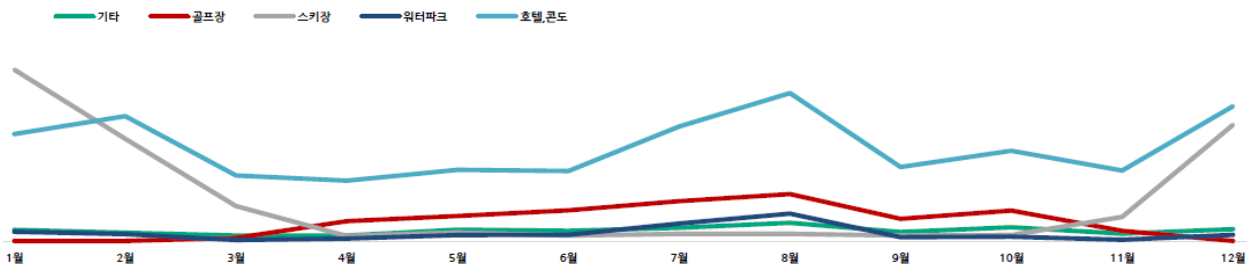
주: 2017년 봄 여행주간인 4월 29일 ~ 5월 14일 기준으로 전년도 같은 기간과 비교

2016년 월별 운영사업 매출 (단위: 백만원)



자료: 용평리조트, 키움증권

2016년 운영사업 부문별 매출 추이



자료: 용평리조트, 키움증권

○ **횡계 지역 숙박시설 증대 현황:** 1,688실 증가, 기존 용평리조트 객실 수의 65% ↑



자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 부동산 추가 개발 계획(2018~)



자료: 용평리조트, 키움증권

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



자료: 용평리조트, 키움증권

올림픽역으로 태어나는 진부역!			
운행 구간	인천공항 → 진부		
소요 시간	구간	기존	개통 후
	인천공항 ↔ 진부(평창) 청량리 ↔ 진부(평창)	-	1시간 38분 58분
강원도와 평창이 가까워지는 새로운 길!			
운행 구간	경기 광주시 초월읍 ↔ 강원 원주시 가현동 총 56.95km		
소요 시간	구간	기존	개통 후
	인천공항 ↔ 평창 서울 ↔ 원주	3시간 2분 1시간 17분	2시간 43분 54분

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				

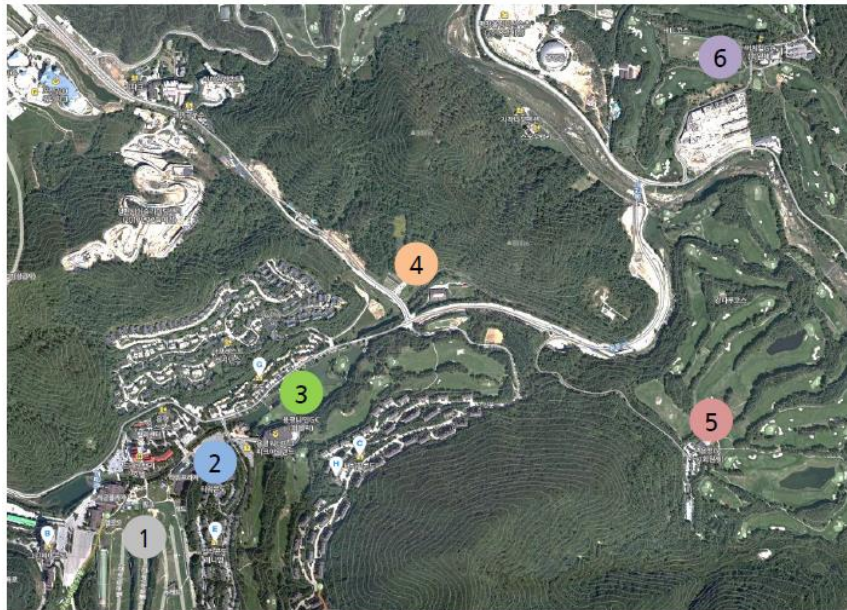


- F&B업장 확장 및 리노베이션 공사 진행
- 리조트 단지 내 총 1,400여명 수용 가능한 조직뷔페 등 운영 예정
- F&B 장기 계약을 통해 매출 증가 예상

주) 용평리조트 드래곤밸리호텔 더 살레 리노베이션

자료: 용평리조트, 키움증권

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

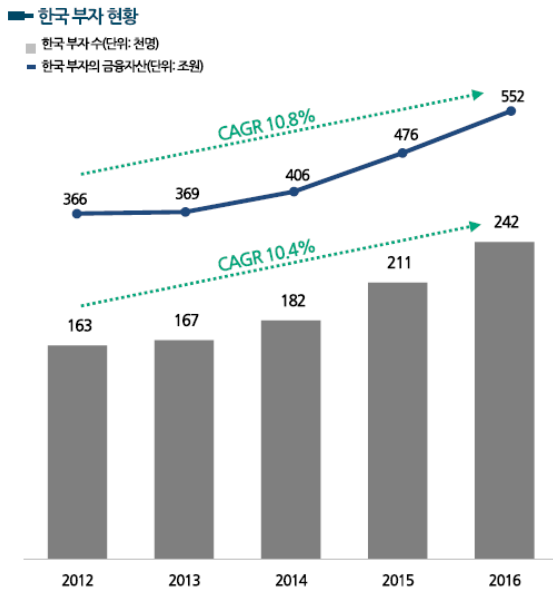


- 1 슬로프하단(A,B Zone)

 EUROSPORT SRG SSR P&G
- 2 타워콘도 Bar
- 3 용평나인GC
- 4 진입로 부지
- 5 용평GC
- 6 버치힐GC

자료: 용평리조트, 키움증권

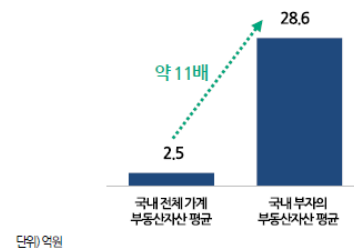
한국 부자 현황: 국내 부자의 수는 매년 증가하는 추세로 동사의 타겟 수요층은 양호할 전망



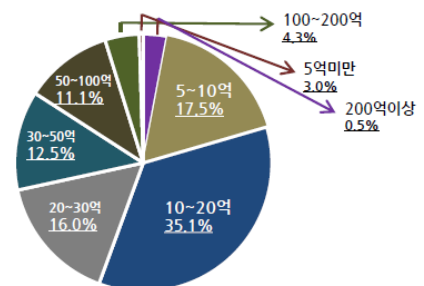
자료) KB금융지주경영연구소 2017 한국부자보고서
 주) 부자는 금융자산을 10억원 이상 보유한 개인으로 정의
 금융자산이란 예적금, 보험, 주식, 채권 및 각종 금융투자상품에 예치된 자산의 합을 의미하며 거주 및 투자용 부동산, 수집품 및 기타의 실물자산은 제외

자료: 용평리조트, 키움증권

■ 부동산 보유규모 비교



■ 한국 부자의 부동산 보유규모 분포



포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,763	2,107	2,153	2,221	2,317
매출원가	1,348	1,617	1,687	1,735	1,807
매출총이익	415	490	466	486	510
매출총이익률(%)	23.5	23.2	21.6	21.9	22.0
판매비및일반관리비	150	186	138	148	154
영업이익	264	304	328	339	356
영업이익률(%)	15.0	14.4	15.2	15.3	15.4
영업외손익	-112	-121	-120	-117	-110
금융수익	9	6	4	6	10
금융원가	144	116	115	113	112
기타수익	57	1	5	3	4
기타비용	34	12	14	14	12
종속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	152	182	208	221	246
법인세비용	37	39	46	49	53
유요법인세율	24.1	21.5	21.9	22.0	21.6
당기순이익	116	143	163	173	193
순이익률(%)	6.6	6.8	7.6	7.8	8.3
지배주주지분순이익	116	143	163	173	193
EBITDA	395	439	476	490	507
EBITDA margin (%)	22.4	20.8	22.1	22.1	21.9
증감률(%, YoY)					
매출액	32.0	19.5	2.2	3.2	4.3
영업이익	53.7	14.9	8.0	3.2	5.1
법인세차감전이익	182.9	19.7	14.3	6.2	11.0
당기순이익	192.6	23.8	13.7	6.0	11.7
지배주주지분당기순이익	193.3	23.3	13.7	6.0	11.7
EBITDA	27.4	11.1	8.4	3.0	3.5
EPS	152.0	13.3	13.7	6.0	11.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,889	2,370	1,818	2,274	2,975
현금및현금성자산	483	745	492	715	1,100
매출채권및기타유동채권	1,809	1,451	1,133	1,361	1,668
재고자산	240	142	164	167	174
기타유동자산	356	32	29	31	32
비유동자산	6,818	6,920	7,061	6,931	6,738
장기매출채권및기타비유동채권	7	7	7	7	8
유형자산	6,770	6,852	6,929	6,787	6,576
무형자산	32	52	115	127	144
투자자산	7	7	8	8	9
기타비유동자산	1	1	2	2	2
자산총계	9,707	9,289	8,879	9,205	9,712
유동부채	4,080	3,075	2,707	2,481	2,332
매입채무및기타유동채무	765	803	1,068	906	807
유동성이자발생자입금	1,459	1,079	1,113	1,113	1,113
기타유동부채	1,855	1,193	525	461	413
비유동부채	2,499	2,250	2,094	2,490	2,973
장기매입채무및기타비유동채무	1,567	1,422	1,263	1,640	2,062
사채및장기차입금	243	221	209	197	185
기타비유동부채	689	608	622	653	726
부채총계	6,578	5,325	4,800	4,970	5,306
자본금	1,900	2,407	2,407	2,407	2,407
자본잉여금	0	180	180	180	180
이익잉여금	1,237	1,377	1,491	1,648	1,819
기타자본	-9	0	0	0	0
지배주주지분자본총계	3,128	3,964	4,078	4,235	4,406
자본총계	3,128	3,964	4,078	4,235	4,406
총차입금	1,703	1,300	1,322	1,310	1,298
순차입금	1,220	555	830	594	195

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	368	-190	-8	42	50
당기순이익	116	143	163	173	193
감가상각비	130	134	145	147	147
무형자산상각비	1	1	3	4	4
GrossCashFlow	414	445	485	501	513
운전자본변동	-38	-588	-464	-458	-463
매출채권및기타채권의증감	-1,446	311	318	-229	-307
재고자산의증감	-91	113	1	-3	-7
매입채무및기타채무의증감	324	-245	-41	-162	-99
영업에서창출된현금흐름	376	-142	21	42	50
투자활동현금흐름	-71	156	-260	-16	50
투자자산의증감	5	0	0	0	0
유형자산의감소	64	27	0	12	13
유형자산의증가(CAPEX)	-136	-178	-239	-17	51
무형자산의증감	-1	-22	-25	-16	-21
기타	-4	328	3	5	7
FreeCashFlow	303	-315	-242	21	93
재무활동현금흐름	-309	296	16	197	286
차입금의증가(감소)	-159	-401	28	-12	-12
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-48	-16	-21
기타	-150	697	36	225	319
현금및현금성자산의순증가	-12	262	-253	223	385
기초현금및현금성자산	496	483	745	492	715
기말현금및현금성자산	483	745	492	715	1,100

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	263	298	338	359	400
BPS	6,498	8,236	8,473	8,798	9,154
주당EBITDA	893	911	988	1,018	1,054
SPS	3,986	4,377	4,473	4,615	4,814
DPS	100	0	100	100	100
주가배수(배)					
PER	32.7	35.6	31.3	29.6	26.5
PBR	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	13.5	12.9	12.5	11.6	10.4
PSR	2.2	2.4	2.4	2.3	2.2
배당수익률	1.2	0.0	0.9	0.9	0.9
배당성향	41.4	0.0	29.6	27.9	25.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	4.0	4.0	4.2	4.5
총자산이익률(ROA)	1.3	1.5	1.8	1.9	2.0
투자자본이익률(ROIC)	5.0	5.6	5.4	5.4	5.9
안정성(%)					
부채비율	210.3	134.3	117.7	117.4	120.4
순차입금비율	39.0	14.0	20.3	14.0	4.4
유동비율	70.8	77.1	67.2	91.7	127.5
이자보상배율(배)	1.8	2.6	2.9	3.0	3.2
활동성(회)					
매출채권회전율	1.6	1.3	1.7	1.8	1.5
재고자산회전율	10.3	11.0	14.1	13.4	13.6
매입채무회전율	2.5	2.7	2.3	2.2	2.7

Compliance Notice

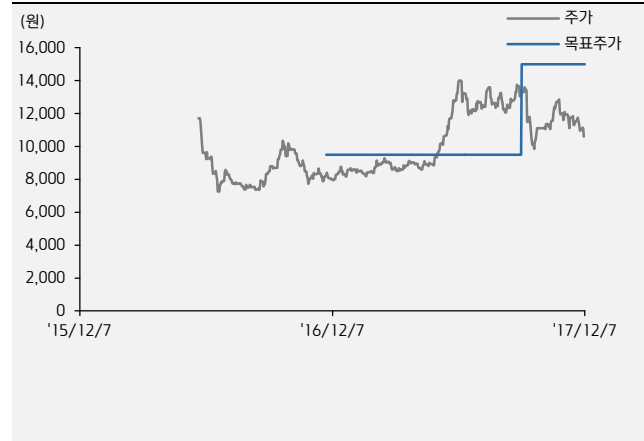
- 당사는 12월 6일 현재 '용평리조트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
용평리조트 (070960)	2016/11/28	Outperform (Initiate)	9,500원	6개월	8.20	47.37
	2017/09/07	Outperform (Maintain)	15,000원	6개월	-22.55	-9.33
	2017/12/07	Buy(Upgrade)	15,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자 의견 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%