

Mid-Small Cap

박진영



02 3770 5658  
jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자 의견	<b>Not Rated (I)</b>
목표주가	<b>N/A (I)</b>
현재주가 (4/2)	<b>3,185원</b>
상승여력	

시가총액	3,210억원
총발행주식수	100,800,450주
60일 평균 거래대금	18억원
60일 평균 거래량	585,465주
52주 고	3,470원
52주 저	1,535원
외인지분율	2.40%
주요주주	대명홀딩스 외 6 인 43.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.3	(4.4)	98.4
상대	8.3	(10.5)	41.6
절대(달려환산)	11.7	(3.9)	110.0

## 지금까지는 안정적인 회사, 앞으로는 성장하는 회사

### 알려진 사실: 대명코퍼레이션, 대명그룹 기반의 MRO 회사

대명코퍼레이션은 대명그룹(대명홀딩스, 대명레저산업)의 MRO를 담당하는 회사이다. 대명그룹의 규모가 확장되며 필요한 자재의 규모, 종류가 다양해져 동사의 업무 영역 및 범위도 동반 확장되고 있다.

### 진행될 것들: 대명코퍼레이션의 두 가지 성장 축, 안정적 MRO와 분양사업

대명코퍼레이션은 향후 두 가지 측면에서 성장의 축을 공고히 할 것으로 전망된다. 첫째, MRO 사업을 바탕으로 안정적인 매출 및 이익 증가를 이룰 것으로 예상된다. 대명리조트의 사업장은 2017년말 약 9,700객실(16곳)에서 2022년 14,000객실(19곳)로 향후 5년간 44.3% 증가해 B2B 뿐만 아니라 B2C 매출도 큰 폭으로 늘어날 전망이다. 2022년까지 예정대로 객실 수가 증가한다면 MRO 관련 매출액은 약 3,000억원(2017년 매출액 2,343억원) 수준으로 레벨업 될 것으로 판단된다.

둘째, 2018년부터 분양매출(연평균 약 700억원 이상)이 반영되며 큰 폭의 이익성장을 구가할 것으로 전망된다. 분양사업은 2017년 7월 제주 사인빌 리조트 인수, 2017년 6월 천안 테던리조트 워터파크를 인수하면서 시작됐다. 대명코퍼레이션은 신규 분양물량 전부를 등기제로 판매할 예정으로, 분양금액이 매출로 인식된다. 제주 사인빌 리조트에 대해 동사가 확보한 물량은 약 2,500구좌, 1,300억원 수준(승인 과정을 통해 순차적으로 분양매출로 인식)이다. 테던리조트 워터파크의 경우 2018년 하반기 승인을 목표로 하고 있으며 증축 착공을 통해 총 2,000억원 규모를 분양할 예정이다. 현재 객실 수는 251실이며 증축 이후 추가적으로 208객실이 늘어날 예정이다.

### 리조트 산업동향은 M&A를 통한 성장전략을 가진 대명코퍼레이션에게 기회요인

한국의 리조트 산업은 녹록치 않다. 휴양콘도미니엄지수의 17.4Q YoY 성장률은 3.9%에 불과하다. 2017년 콘도미니엄 객실 수 YoY 증가율은 5.1%로 업계 평균 증가율 9.1%와 비교해 저조하다. 부진한 산업은 M&A를 통한 성장 전략을 꾀하고 있는 대명코퍼레이션에 기회요인으로 작용할 전망이다. 근거는 1) 압도적 브랜드 파워, 2) 전국 각지에 퍼져 있는 접근성, 3) 서비스 경쟁력 등이다.

### 분양수익 인식 시점에서의 에머슨퍼시픽 주가, 대명코퍼레이션이 재현한다

대명코퍼레이션의 주가는 과거 에머슨퍼시픽의 주가 흐름에서 상승 가능성을 엿볼 수 있다. 에머슨퍼시픽은 2014년부터 매출이 증가(2013년 208억원→2014년 472억원)했다. 매출 증가의 주 요인은 분양수익의 인식(2014년부터 281억원의 분양매출 인식)이었으며, 매출 규모가 확대됨에 따라 이익이 큰 폭으로 늘었고 주가도 크게 상승했다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

결산 (12월)	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	2,054.8	2,094.7	2,355.2	3,446.9
영업이익	-46.0	29.6	78.1	370.8
지배주주순이익	-50.7	-15.2	111.9	228.8
영업이익률	-2.2	1.4	3.3	10.8
EPS	-50	-15	111	227
PER	-22.3	-98.3	29.7	14.1
PBR	1.4	1.5	2.4	2.1
ROE	-5.9	-1.7	9.6	15.4

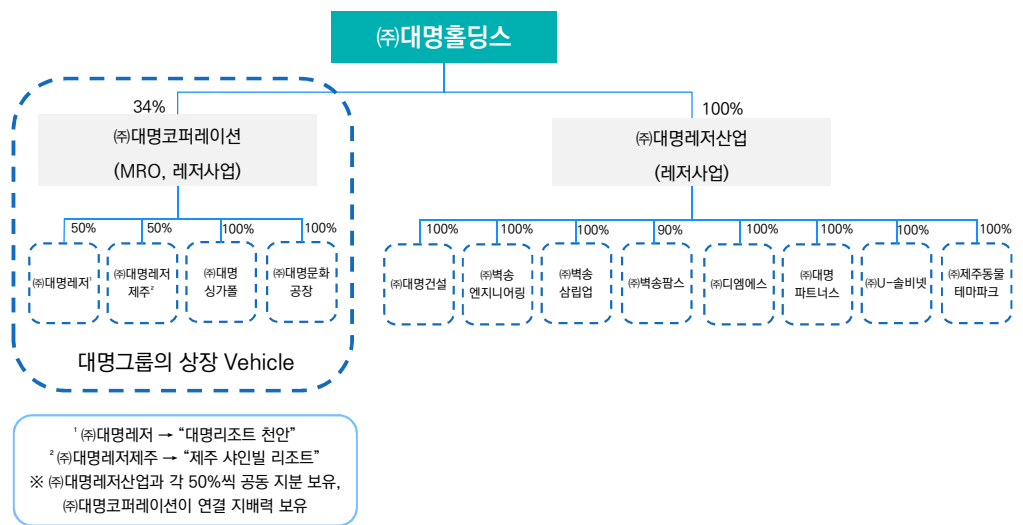
자료: 유안타증권

## I. 대명코퍼레이션, 대명그룹 기반의 MRO 회사

대명코퍼레이션은 대명그룹(대명홀딩스, 대명레저산업)의 MRO(Maintenance, Repair and Operation)를 담당하는 회사이다. 대명그룹의 규모가 확장되며 필요한 자재의 규모, 종류가 다양해지고 있어 대명코퍼레이션의 업무 영역 및 범위도 동반 확장되고 있다.

대명코퍼레이션의 최대주주는 대명홀딩스로, 최대주주 및 특별관계자의 지분율은 44.0%(2017년 말 기준)이다. 대명홀딩스는 대명레저산업의 지분을 100% 보유하고 있으며, 대명레저산업은 대명건설을 기반으로 토지개발 및 리조트, 호텔, 워터파크 분양과 운영 사업을 하고 있다.

[그림 1] 대명그룹 자본구조



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 대명코퍼레이션 주주현황

(단위: %)

주주	지분율	상세주주	지분율
최대주주 및 특별관계자	44.0		
대명홀딩스	34.3		
특별관계자	9.7	서준혁	2.67
		박춘희	0.23
		서지영	3.71
		서경선	1.87
		박홍석	0.58
		대명스테이션	0.64
기관	11.3		
개인	42.0		
외국인	2.8		
합계	100.0		

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

## II. 대명코퍼레이션의 두 가지 성장 축: 안정적 MRO 와 분양사업

### 1. 대명리조트 사업장 확대로 안정적인 수익기반 강화

대명코퍼레이션은 MRO 사업을 바탕으로 안정적인 매출 및 이익 증가를 이룰 것으로 예상된다. 대명그룹의 사업장이 빠른 속도로 늘어나고 있어 B2B 뿐만 아니라 B2C 매출도 큰 폭으로 늘어날 전망이다.

실제로 대명리조트의 사업장은 2017년말 약 9,700객실(16곳)에서 2022년 14,000객실(19곳)로 향후 5년간 44.3% 증가할 전망이다. 현재 비발디관광호텔, 고양관광호텔, 진도 대명리조트가 공사 중에 있으며 향후 남해 대명리조트와 보령/원산도 대명리조트까지 착공 계획에 있다.

객실수가 증가함에 따라 대명코퍼레이션의 MRO 매출은 안정적으로 성장할 전망이다. 2022년까지 예정대로 객실 수가 증가한다면 MRO 관련 매출액은 약 3,000억원(2017년 매출액 2,343억원) 수준으로 레벨업 될 것으로 판단된다.

[표 2] 대명코퍼레이션 보유 리조트&호텔 객실 현황

대명리조트&호텔	객실 수
비발디파크	2,000
델피노	1,248
델피노 노블콘도/호텔	계획중
솔비치 삼척	708
솔비치 양양	505
소노펠리체	511
소노빌리지	222
대명리조트 단양	856
대명리조트 거제마리나	515
대명리조트 변산	504
대명리조트 경주	417
대명리조트 제주	390
대명리조트 제주 샤인빌	310
대명리조트 청송	307
대명리조트 천안	206
대명리조트 양평	191
대명리조트 보령/원산도	계획중
대명리조트 남해	계획중
대명리조트 진도	공사중
엠블호텔 고양	377
엠블호텔 여수	311
관광호텔 비발디	공사중
관광호텔 고양	공사중
<b>합계</b>	<b>9,578</b>

자료: 대명리조트 웹사이트, 유안타증권 리서치센터

## 2. 분양사업 개시, 2018년부터 큰 폭의 이익모멘텀이 될 듯

대명코퍼레이션은 2018년부터 분양매출이 반영되며 큰 폭의 이익성장을 구가할 것으로 전망된다. 분양사업은 2017년 7월 제주 샤인빌 리조트 인수, 2017년 6월 천안 테딘리조트 워터파크를 인수하면서 시작했다. 대명코퍼레이션은 신규 분양물량을 전부 등기제로 판매할 예정이다. 등기제의 경우 회원제와 달리 분양금액이 매출로 인식되기 때문에 큰 폭의 매출 증가가 예상된다.

제주 샤인빌 리조트는 2018년 2분기부터 본격적인 분양수익이 인식될 예정이다. 대명코퍼레이션은 3월 12일 동 리조트의 분양이 승인되었으며, 1분기부터 분양을 개시한다고 밝혔다. 제주 샤인빌 리조트는 총 414객실로 구성되어 있으며, 기존 확보 객실을 통해 분양을 개시한다. 현재 대명이 확보한 물량은 약 2,500구좌, 1,300억원 수준이다. 이는 승인 과정을 통해 순차적으로 분양매출로 인식될 것으로 예상된다.

이와 함께 대명코퍼레이션은 2016년 37%, 2017년 55%에 불과했던 투숙률을 2018년 80% 이상(대명리조트 전국 평균 수준)으로 끌어올린다는 목표를 가지고 있다. 예상대로 투숙률이 올라간다면 연간 약 170~180억원 수준의 운영수익도 발생할 것으로 판단된다. 대명 제주리조트의 경우 투숙률이 95% 수준에 육박하고, 샤인빌 리조트는 제주도의 남동쪽에 위치하고 있어 입지가 겹치지도 않기 때문에 투숙률 상승에는 무리가 없어 보인다.

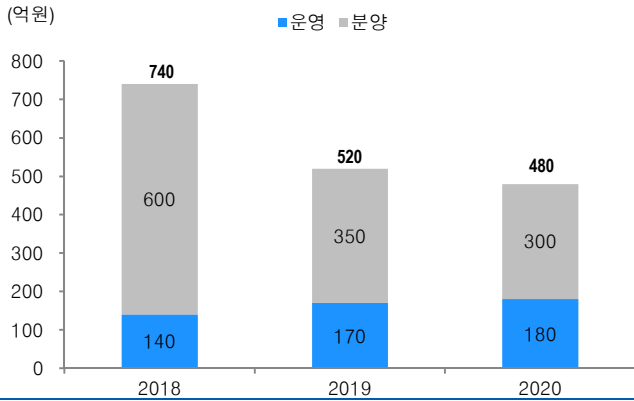
천안 테딘리조트 워터파크의 경우, 2018년 하반기 승인을 목표로 하고 있다. 승인 이후 증축 착공을 통해 총 2,000억원 규모의 분양이 예정되어 있다. 현재 객실수는 251실이며 증축 이후 추가적으로 208객실이 늘어날 예정이다. 정상화 이후 워터파크 및 운영수익으로 각각 약 130~140억원, 약 6~70억원의 추가 수익이 기대된다.

[표 3] 회원권 개념

	개념	소유권	계약 기간	재무제표 영향	비고
등기제(공유제)	주택 '매매'	객실의 일정 지분 소유 (등기 이전)	없음	매출 인식	- 회원제 대비 저렴 - 가치상승에 따른 차익실현 가능
회원제	주택 '전세'	없음	10년제 / 20년제 (만기시 보증금 반환 or 연장)	부채 인식 (장기예수보증금)	-

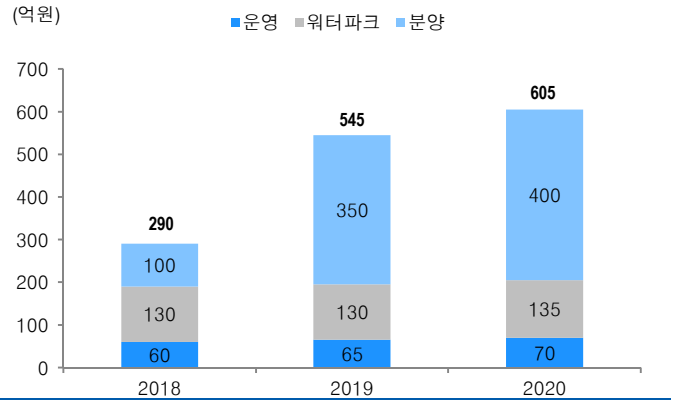
자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 제주 사인빌 리조트의 3년간 부문별 매출 목표



자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 천안테딘리조트의 3년간 부문별 매출 목표



자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 제주 사인빌 리조트 객실별 대지면적 및 전용/공유면적과 금회모집분

구분	세대수(실)		객실당 건축물 면적			대지면적 (m <sup>2</sup> )	비고
			전용면적(m <sup>2</sup> )	공유면적(m <sup>2</sup> )	소계(m <sup>2</sup> )		
사인빌동	20평형	114	38.69	27.57	66.26	88.24	금회모집
	29평형	91	57.00	40.62	97.62	130.00	금회모집
	30평형	2	59.47	42.38	101.85	135.63	
	32평형	2	63.09	44.96	108.05	143.89	
	36평형	2	69.98	49.87	119.85	159.61	
	37-A 평형	6	71.54	50.98	112.52	163.16	금회모집
	37-B 평형	9	72.64	51.77	124.41	165.68	금회모집
	37-C 평형	36	72.79	51.87	124.66	166.01	금회모집
소계	262						
로얄빌동	27평형	16	53.02	37.78	90.80	120.92	
	41평형	8	80.96	57.70	138.66	184.66	
	66평형	16	129.30	92.15	221.45	294.91	
	106평형	8	205.24	146.27	351.51	468.11	
소계	48						
총계	310						

자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

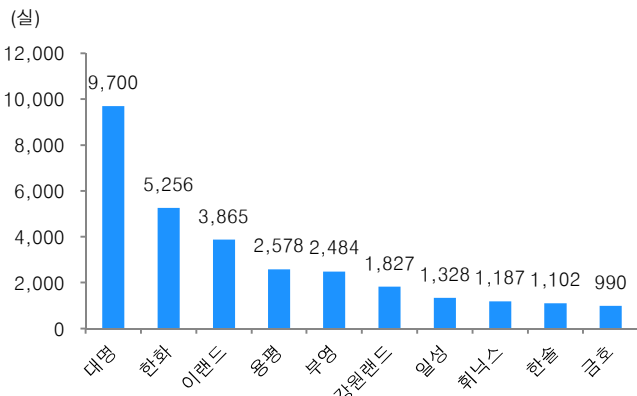
### 3. 중장기적으로 추가적인 M&A, 해외진출 전략도 긍정적

대명코퍼레이션은 추가적인 M&A 와 해외진출을 통해 중장기적인 매출 및 이익 성장을 도모할 것으로 보인다. 추가적인 M&A 에 성공한다면 계약 만료 회원권 재분양, 증축 이후 추가 회원권 분양 등의 방법으로 사이트 정상화, 수익성 개선이 가능할 전망이다.

대명코퍼레이션이 M&A 에 경쟁력을 가지는 근거는 1) 대명그룹의 시장지배력(대명그룹의 객실 수는 9,700실로 2위사대비 약 4,000실 이상 많음)이 절대적인 상황에서 높은 브랜드 가치를 보유하고 있고, 2) 경쟁심화 국면에서 분양 및 유지, 관리 능력에 기인한 수익성 제고가 가능하고, 3) 전국적으로 분포되어 있는 거점이 시너지 측면에서 절대적으로 유리하기 때문이다.

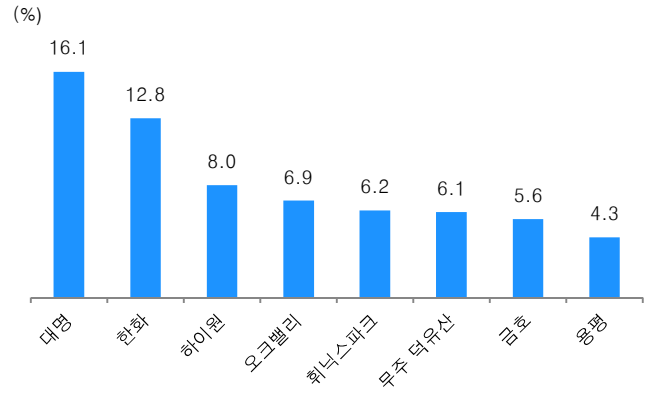
실제로 대명그룹의 객실수는 약 9,700실로 2위사 대비 4,000실 이상 많으며 워터파크 입장객수도 약 257만명으로 2위사 대비 85.9% 많다. 중장기적으로 해외진출도 추가성장의 한 방안이 될 것이다.

[그림 4] 2017년 국내 주요 리조트 객실 수



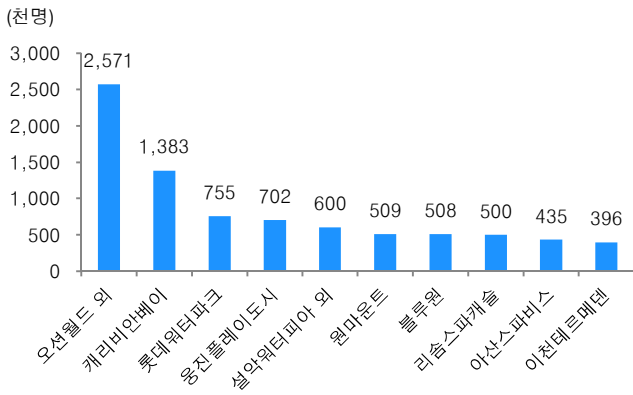
자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 한국경제신문-리얼미터 리조트 선호도 순위(2015년)



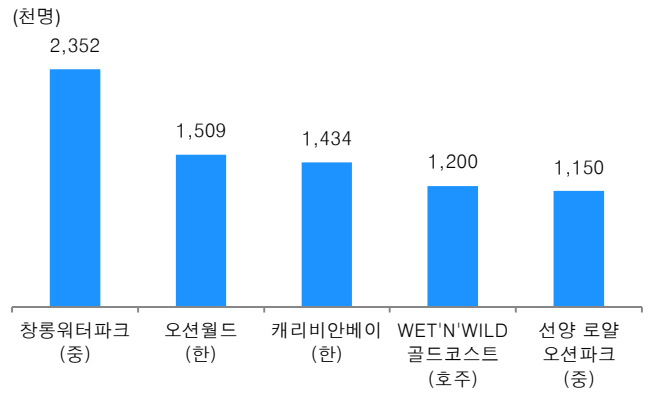
자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 2017년 국내 주요 워터파크 입장객 수



자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 아시아태평양지역 주요 워터파크 입장객 수 비교



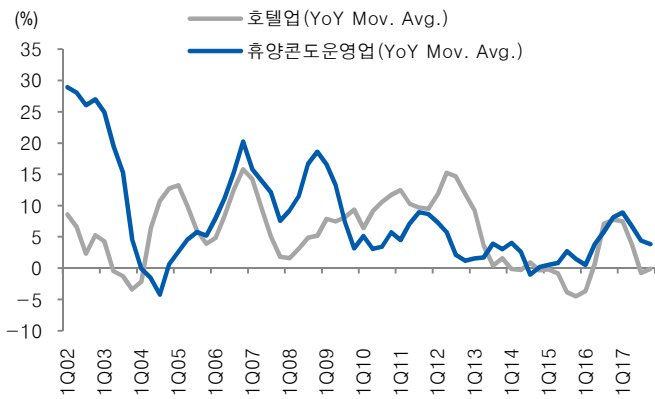
자료: 대명코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

### III. 부진한 리조트 산업, 대명에게는 오히려 기회 요인

한국의 리조트산업은 녹록치 않다. 실제로 휴양콘도운영업지수는 2015년을 전후해 저점을 형성한 후 회복했으나 최근 들어 성장률이 다시 둔화되고 있다. 휴양콘도미니엄지수는 호텔업지수대비 견조한 흐름이나 17.4Q YoY 성장률은 3.9%에 불과하다. 2017년 콘도미니엄 객실수 YoY 증가율은 5.1%로 2014년 이후 평균 3.0%와 비교해 소폭 개선되었으나 여전히 업계평균 증가율 9.1%와 비교해 저조하다.

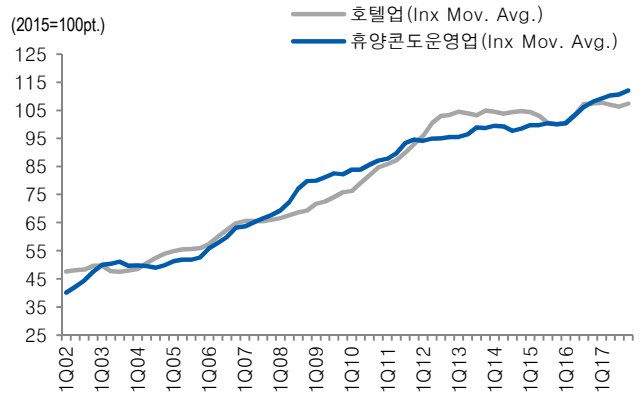
한국의 콘도미니엄 산업은 부진하나 대명그룹의 시장지배력은 오히려 확대되고 있다는 판단이다. 시장지배력 확대의 근거는 1) 압도적인 브랜드 파워, 2) 전국 각지에 퍼져 있는 접근성, 3) 규모 경제와 서비스 경쟁력 등이다. 산업이 부진한 점은 M&A 를 통해 성장전략을 꺾고 있는 대명 코퍼레이션에 기회요인으로 작용할 전망이다.

[그림 8] 호텔업 및 휴양콘도운영업 경상지수 YoY % 4분기 이동평균



자료: 통계청 서비스업생산지수, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 호텔업 및 휴양콘도운영업 경상지수 4분기 이동평균



자료: 통계청 서비스업생산지수, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 호텔 및 콘도미니엄업 등록 현황 및 추이

(연말 기준)		2012	2013	2014	2015	2016	2017
업체수	호텔업	786	896	1,092	1,279	1,522	1,617
	콘도미니엄	180	192	201	209	216	227
	총계	966	1,088	1,293	1,488	1,738	1,844
객실수	호텔업	82,209	88,958	104,755	117,626	129,916	143,416
	콘도미니엄	38,971	41,661	41,756	42,796	43,897	46,141
	총계	121,180	130,619	146,511	160,422	173,813	189,557
업체수(YoY %)	호텔업	-	14.0	21.9	17.1	19.0	6.2
	콘도미니엄	-	6.7	4.7	4.0	3.3	5.1
	총계	-	12.6	18.8	15.1	16.8	6.1
객실수(YoY %)	호텔업	-	8.2	17.8	12.3	10.4	10.4
	콘도미니엄	-	6.9	0.2	2.5	2.6	5.1
	총계	-	7.8	12.2	9.5	8.3	9.1

자료: 문화체육관광부, 유안타증권 리서치센터

## IV. 분양수익 인식 시점에서 주가매력도 확대

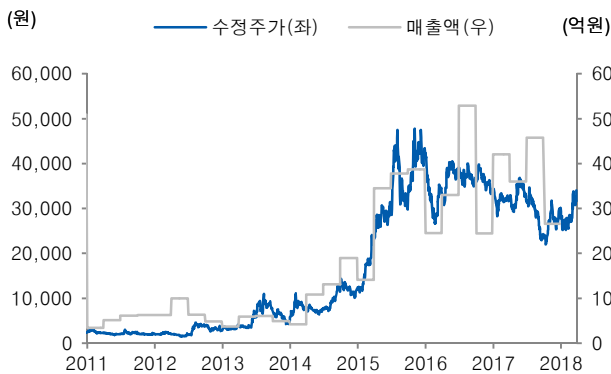
### 1. 사례분석: 분양수익 인식 시점에서의 에머슨퍼시픽

대명코퍼레이션은 2018년 안정적인 MRO 사업에 대규모의 분양수익 인식을 앞두고 있어 양호한 주가 상승이 기대된다. 리조트 사업을 영위하는 회사 중 분양수익을 인식하며 주가가 레벨업된 에머슨퍼시픽의 사례를 보면 주가 상승에 대한 기대를 더욱 높일 수 있다.

에머슨퍼시픽은 2014년부터 매출이 급증하며 주가가 상승했다. 실제로 에머슨퍼시픽의 매출액은 2013년 208억원에서 2014년 472억원까지 증가했으며, 주가는 2013년말 4,505원에서 2014년말 12,200원까지 상승했다. 이후 주가는 47,800원까지 상승했다.

매출 증가의 주 요인은 분양수익 인식이다. 에머슨퍼시픽은 2014년부터 281억원의 분양매출이 인식되며 큰 폭의 이익성장을 이끌었다. 분양매출 인식에 따른 매출액 증가, 영업이익 증가가 주가 상승을 견인했다.

[그림 10] 에머슨퍼시픽 매출액과 수정주가 추이



자료: DataGuide

[그림 11] 에머슨퍼시픽 영업이익과 수정주가 추이



자료: DataGuide

[그림 12] 에머슨퍼시픽 분양매출과 수정주가 추이



자료: DART, DataGuide

[그림 13] 에머슨퍼시픽 분양영업이익과 수정주가 추이



자료: DART, DataGuide



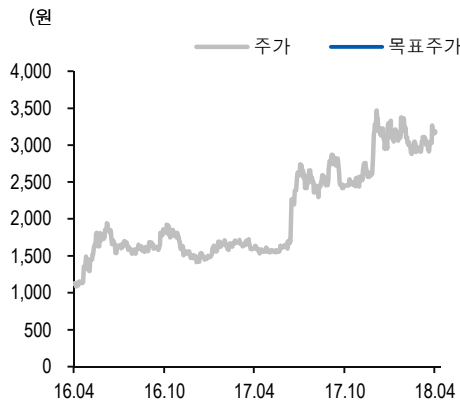
## 2. Peer Group 비교

[표 6] Global Peer Valuation

		대명코퍼레이션	용평리조트	에머슨퍼시픽	Tosho Co Ltd	Nihon Eslead Corp	Pressance Corp
티커		007720 KS	070960 KS	025980 KS	8920 JP	8877 JP	3254 JP
주가(Local Curr.)		3,185	7,620	34,050	4,140	2,169	1,608
시가총액(억원)		3,210	3,668	5,606	15,731	3,327	9,921
매출액	2016	2,095	2,107	1,349	1,854	3,583	7,620
(억원)	2017	2,355	2,097	1,505	2,267	4,173	10,734
	2018E	3,447	1,796	1,820	2,471	N/A	13,293
영업이익	2016	30	304	357	526	333	1,356
(억원)	2017	78	335	125	635	545	1,661
	2018E	371	257	570	684	N/A	2,056
영업이익 YoY	2016	흑전	14.9	-28.6	26.1	0.8	14.2
(%)	2017	164.1	10.3	-65.0	20.8	63.6	22.5
	2018E	474.9	76.7	455.3	107.6	N/A	123.7
OPM	2016	1.4	14.4	26.5	28.3	9.3	17.8
(%)	2017	3.3	16.0	8.3	28.0	13.1	15.5
	2018E	10.8	14.3	31.3	27.7	N/A	15.5
EPS	2016	-15	324	1,673	795	1,307	1,469
(원)	2017	111	352	162	1,033	2,140	1,901
	2018E	227	237	2,976	1,116	N/A	2,272
PER	2016	164.4	26.5	20.2	27.1	7.7	7.1
(%)	2017	35.8	29.7	177.5	24.3	7.5	7.5
	2018E	14.1	31.8	11.7	38.0	N/A	7.2
PBR	2016	1.5	1.0	1.8	4.5	0.5	1.3
(%)	2017	3.1	0.9	1.4	4.1	0.7	1.3
	2018E	2.1	0.8	1.1	5.8	N/A	1.3
ROE	2016	-1.6	4.0	9.2	17.9	6.7	19.4
(%)	2017	11.0	4.2	0.8	18.0	9.3	19.2
	2018E	15.4	2.5	13.4	16.6	N/A	20.9

주) 회계기준 : 각 기업별 주 재무제표 FY 기준. 주2) 대명코퍼레이션 외 2018 추정치는 FnGuide 및 Bloomberg 컨센서스 참조  
 자료: FnGuide, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대명코퍼레이션 (007720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-03	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.5
Buy(매수)	86.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-03-31

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박진형)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.