



BUY(Maintain)

목표주가: 12,000원(하향)

주가(4/13): 7,400원

시가총액: 3,562억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/13)		2,455.07pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,000원	7,180원
등락률	-47.1%	3.1%
수익률	절대	상대(vs KSE)
1M	-6.7%	-5.2%
6M	-34.8%	-34.3%
1Y	-14.7%	-25.4%

Company Data

발행주식수	48,133천주
일평균 거래량(3M)	594천주
외국인 지분율	3.0%
배당수익률(18E)	1.4%
BPS(18E)	8,833원
주요 주주	세계기독교 48.8%
	통일신명협회 외 9인

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,097	2,165	2,369	2,660
영업이익	335	322	355	403
EBITDA	483	478	511	558
세전이익	219	218	253	302
순이익	170	170	199	236
지배주주지분순이익	170	170	199	236
EPS(원)	352	354	414	490
증감률(%)YoY	18.4	0.4	17.2	18.2
PER(배)	21.0	20.9	17.9	15.1
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	9.6	9.3	8.4	7.6
영업이익률(%)	16.0	14.9	15.0	15.1
ROE(%)	4.2	4.1	4.6	5.2
순부채비율(%)	26.9	21.3	16.8	14.6

Price Trend



용평리조트 (070960)

과도한 저평가, 신규 분양사업은 시작된다!



〈Update〉 베르데힐 2차는 올해 하반기, 올림픽빌리지 2차는 내년 상반기 착공 예정으로 신규 분양사업의 불확실성은 제거됐다는 판단입니다. 분양매출이 다시 증가하기 시작하는 내년부터는 매출액과 영업이익의 두 자리 수 성장이 다시 시작될 것으로 전망됩니다. 따라서 올해 소폭 감익을 감안하더라도 현재 주가는 과도한 저평가 국면이라는 판단입니다.

>>> 올해만 넘기면 두 자리 수 성장이 재개된다!

동사는 2017년 매출액 2,097억원(YoY -0.5%), 영업이익 335억원(YoY +10.3%)을 기록했다. 운영매출은 전년대비 7.2% 증가했지만, '17년 10월초부터 올림픽빌리지 장기임대에 따른 공사 중단으로 분양매출은 전년대비 -8.1% 감소했다. 이익은 분양마진 소폭 개선 및 판관비 감소로 양호한 실적을 기록했다. 다만 올해의 경우 매출액은 전년대비 3.3% 증가하겠지만, 영업이익은 전년대비 3.8% 감소할 전망이다. 운영매출은 올림픽 효과로 크게 증가하겠지만, 분양사업 종료로 분양매출이 전년대비 약 9% 정도 감소할 것으로 추정되기 때문이다. 분양매출이 다시 증가하기 시작하는 내년부터는 매출액과 영업이익의 두 자리 수 성장이 다시 시작될 것으로 판단된다. 신규 분양사업인 베르데힐 2차는 올해 하반기, 올림픽빌리지 2차는 내년 상반기에 착공할 예정이다.

>>> 기다렸던 개발 프로젝트의 시작

계절적 성수기인 1분기는 올림픽 효과도 반영되면서 역대 최대 실적을 기록할 전망이다. 그럼에도 올림픽빌리지 1차 이후(2017년 말 기준 진행률 90%) 분양매출에 대한 공백이 동사의 기업가치 할인을 주도했다. 추가적인 개발 프로젝트 부재 시 매출과 이익의 역성장은 불가피했기 때문이다. 다행스럽게도 올해는 1) 올림픽빌리지 잔여 매출, 2) 회원권이 만기된 버치힐콘도가 등기제 방식으로 전환되면서 발생하는 매출, 3) 하반기 착공예정인 베르데힐 2차 매출 등으로 분양매출의 급감을 방어할 전망이다. 베르데힐 2차 공정률이 본격화되고, 올림픽빌리지 2차 착공이 시작되는 내년부터는 분양매출이 크게 증가할 것으로 판단된다. 2020년까지는 두 자리 수의 매출 및 영업이익 성장이 가능할 전망이다. 이외에도 RS콘도, 용평 부지 외 개발 프로젝트, 용평콘도 재건축 등 2025년까지 개발 프로젝트를 파이프라인을 보유하고 있다.

>>> 과도한 저평가 국면

동사는 2차례에 걸친 블록딜과 신규 분양사업의 불확실성에 의해 부진한 주가 흐름을 보여 왔다. 시장에 풀린 것으로 파악되는 1차 블록딜의 단가는 12,261원이며, 2차 블록딜은 최대주주와 우호주주 간의 거래로 시장에 나올 가능성은 낮다. 베르데힐 2차는 올해 하반기, 올림픽빌리지 2차는 내년 상반기 착공 예정으로 신규 분양사업의 불확실성도 제거됐다는 판단이다. 작년말 122객실, 올해 600객실이 증가했고, 올림픽을 대비해 주변의 숙박시설도 1,688실 증가해 리조트 이용객 증대에 따른 운영매출 증가도 기대된다. 제2영동고속도로 개통 및 인천공항~강릉 KTX 개통으로 교통인프라 개선에 따른 접근성이 높아진 점도 긍정적이다. 따라서 올해 소폭 감익을 감안하더라도 현재 주가는 과도한 저평가 국면이라는 판단이다. 다만, 목표주가는 회계연도 및 실적 추정치 변경에 따라 2018~2019년 평균 EBITDA 494억원에 글로벌 피어 과거 3년 평균 EV/EBITDA 13.6배를 적용해 12,000원으로 하향하고, 투자 의견은 BUY를 유지한다.

용평리조트 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	491	526	644	436	788	446	470	461	2,097	2,165	2,369
운영	369	194	269	292	506	196	276	302	1,124	1,280	1,182
분양	122	332	374	144	282	250	194	159	973	885	1,186
매출원가율	71.1	87.7	74.9	75.9	72.5	90.1	77.2	78.5	77.4	78.4	77.8
운영	70.4	118.4	85.5	83.2	72.0	115.8	84.0	84.0	85.6	84.1	85.9
분양	73.2	69.7	67.3	61.0	73.5	69.9	67.5	68.0	67.9	70.2	69.8
영업이익	106	34	128	66	178	16	73	56	335	322	355
영업이익률	21.6	6.5	19.9	15.1	22.5	3.5	15.6	12.1	16.0	14.9	15.0
세전이익	79	4	94	42	154	-9	42	32	219	218	253
순이익	61	4	73	32	120	-7	32	25	170	170	199
순이익률	12.5	0.7	11.3	7.3	15.2	-1.6	6.9	5.4	8.1	7.9	8.4

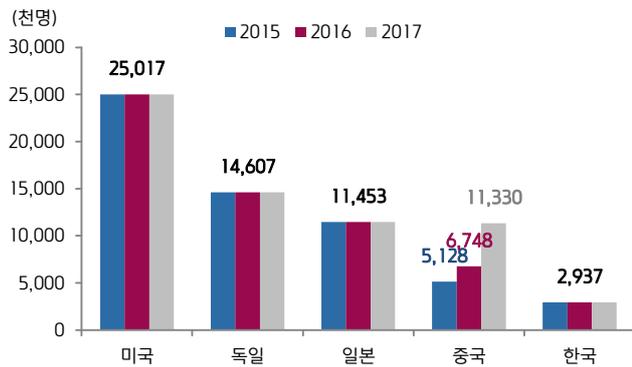
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 주식 등의 대량 보유 상황 보고서

성명(명칭)	변동일	취득/처분 방법	주식 등의 종류	변동 내역			취득/처분 단가
				변동전	증감	변동후	
선원건설주식회사	2017.09.15	시간외매매(-)	의결권있는 주식	5,817,820	-1,100,000	4,717,820	12,261
주식회사세계일보	2017.09.15	시간외매매(-)	의결권있는 주식	4,362,816	-1,504,205	2,858,611	12,261
주식회사세계일보	2018.01.22	시간외매매(-)	의결권있는 주식	2,858,611	-2,858,611	0	10,600

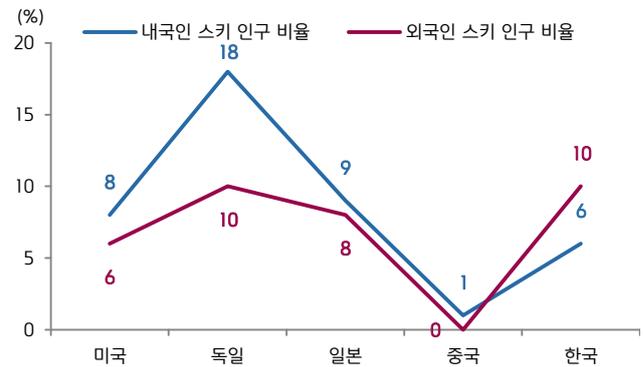
자료: 용평리조트, 키움증권

최근 3개년 스키 인구 수 변화



자료: International report on mountain tourism, 키움증권

2017년 국가별 스키 인구 비율



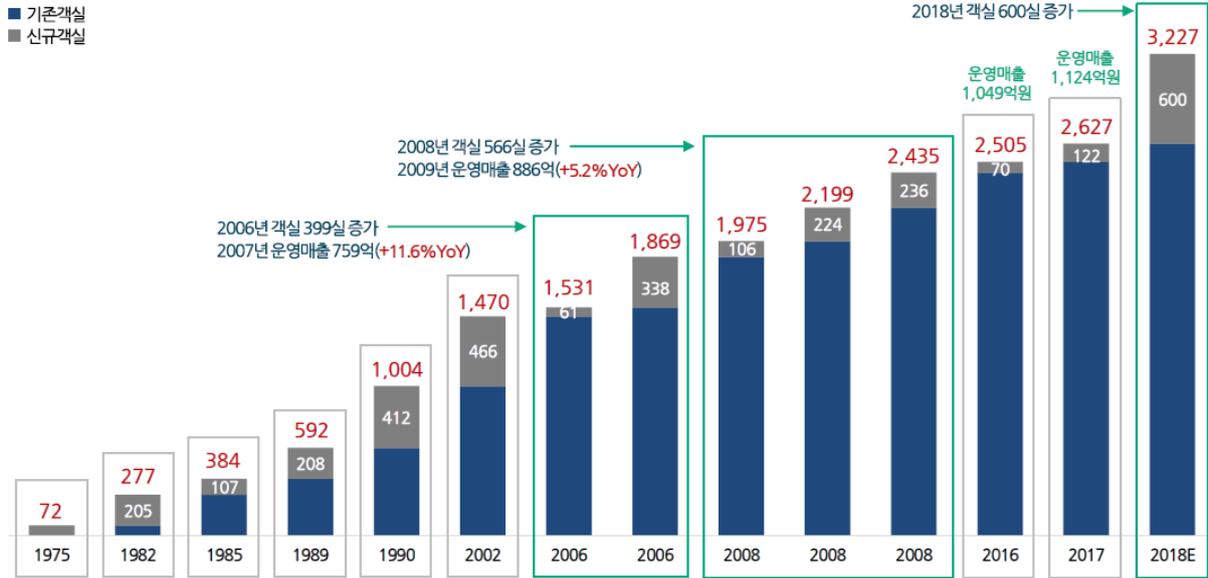
자료: International report on mountain tourism, 키움증권

용평리조트 부동산 추가 개발 계획(2018~)



자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 단지 내 객실 수 증가 (단위: 실)

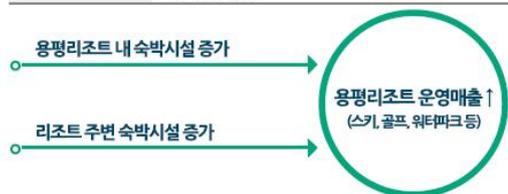


주: 년도는 새로운 객실이 개관하는 해만 표기
 자료: 용평리조트, 키움증권

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



구분	특징
평창이지움	<ul style="list-style-type: none"> 평창군 대관령면 횡계리 278-4번지 (용평리조트 5.4km 근방) 지하1층 ~ 지상16층 규모 총 365 객실 2017년 11월 준공
리마다호텔	<ul style="list-style-type: none"> 평창군 대관령면 횡계리 245-36번지 (용평리조트 5.8km 근방) 지하3층 ~ 지상4층 규모 총 678 객실 2017년 12월 준공
데이즈힐 스키스테라하우스	<ul style="list-style-type: none"> 평창군 대관령면 용산리 678 (용평리조트 4.1km 근방) 총 445 가구 2016년 7월 준공
풀림아이원콘도	<ul style="list-style-type: none"> 평창군 대관령면 용산리 161-1 (용평리조트 4.5km 근방) 지하2층 ~ 지상10층 규모 총 200 객실 2016년 준공



자료: 용평리조트, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,107	2,097	2,165	2,369	2,660
매출원가	1,617	1,624	1,698	1,844	2,077
매출총이익	490	473	467	525	583
매출총이익률(%)	23.2	22.6	21.6	22.2	21.9
판매비및일반관리비	186	138	145	170	181
영업이익	304	335	322	355	403
영업이익률(%)	14.4	16.0	14.9	15.0	15.1
영업외손익	-121	-116	-104	-102	-100
금융수익	6	4	6	7	8
금융원가	116	112	100	99	99
기타수익	1	7	4	6	5
기타비용	12	16	14	15	15
중속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	182	219	218	253	302
법인세비용	39	49	48	54	67
유효법인세율	21.5	22.6	22.1	21.3	22.1
당기순이익	143	170	170	199	236
순이익률(%)	6.8	8.1	7.9	8.4	8.9
지배주주지분순이익	143	170	170	199	236
EBITDA	439	483	478	511	558
EBITDA margin (%)	20.8	23.1	22.1	21.6	21.0
증감율(% YoY)					
매출액	19.5	-0.5	3.3	9.4	12.3
영업이익	14.9	10.3	-3.8	10.1	13.5
법인세차감전이익	19.7	20.0	-0.3	15.9	19.4
당기순이익	23.8	18.4	0.4	17.2	18.2
지배주주지분당기순이익	23.3	18.4	0.4	17.2	18.2
EBITDA	11.1	10.2	-1.1	6.8	9.4
EPS	13.3	18.4	0.4	17.2	18.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,370	1,426	1,412	1,778	2,073
현금및현금성자산	745	325	505	659	716
매출채권및기타유동채권	1,451	933	733	927	1,142
재고자산	142	140	145	159	178
기타유동자산	32	27	30	33	37
비유동자산	6,920	7,256	7,374	7,574	7,836
장기매출채권및기타비유동채권	7	7	7	8	9
유형자산	6,852	7,124	7,228	7,407	7,645
무형자산	52	112	127	147	169
투자자산	7	10	9	10	11
기타비유동자산	1	2	2	2	3
자산총계	9,289	8,682	8,786	9,352	9,909
유동부채	3,075	2,574	2,473	2,716	2,995
매입채무및기타유동채무	803	896	677	858	1,058
유동성이자발생차입금	1,079	1,214	1,214	1,214	1,214
기타유동부채	1,193	464	581	644	722
비유동부채	2,250	2,025	2,061	2,232	2,324
장기매입채무및기타비유동채무	1,422	1,260	1,300	1,424	1,599
사채및장기차입금	221	209	197	185	173
기타비유동부채	608	556	563	623	551
부채총계	5,325	4,600	4,534	4,949	5,318
자본금	2,407	2,407	2,407	2,407	2,407
자본잉여금	180	180	180	180	180
이익잉여금	1,377	1,495	1,665	1,816	2,004
기타자본	0	0	0	0	0
지배주주지분자본총계	3,964	4,082	4,252	4,403	4,591
자본총계	3,964	4,082	4,252	4,403	4,591
총차입금	1,300	1,424	1,412	1,400	1,388
순차입금	555	1,099	907	739	670

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-190	178	274	293	399
당기순이익	143	170	170	199	236
감가상각비	134	146	152	152	152
무형자산상각비	1	3	4	4	4
GrossCashFlow	445	499	482	511	558
운전자본변동	-588	-283	-207	-218	-160
매출채권및기타채권의증감	311	494	200	-194	-215
재고자산의증감	113	68	-4	-14	-20
매입채무및기타채무의증감	-245	-16	-219	181	200
영업에서창출된현금흐름	-142	216	274	293	399
투자활동현금흐름	156	-615	-268	-348	-411
투자자산의증감	0	-2	1	-1	-1
유형자산의감소	27	0	12	13	8
유형자산의증가(CAPEX)	-178	-584	-268	-343	-398
무형자산의증감	-22	-33	-18	-24	-25
기타	328	4	6	7	5
FreeCashFlow	-315	-401	0	-62	-17
재무활동현금흐름	296	17	174	210	70
차입금의증가(감소)	-401	126	-12	-12	-12
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	-2	-7	-7	-7
배당금지급	0	-48	0	-48	-48
기타	697	-59	193	277	137
현금및현금성자산의순증가	262	-420	180	154	57
기초현금및현금성자산	483	745	325	505	659
기말현금및현금성자산	745	325	505	659	716

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	298	352	354	414	490
BPS	8,236	8,480	8,833	9,148	9,537
주당EBITDA	911	1,004	993	1,061	1,160
SPS	4,377	4,356	4,498	4,921	5,527
DPS	100	0	100	100	100
주가배수(배)					
PER	35.1	21.0	20.9	17.9	15.1
PBR	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.7	9.6	9.3	8.4	7.6
PSR	2.4	1.7	1.6	1.5	1.3
배당수익률	1.0	0.0	1.4	1.4	1.4
배당성향	33.6	0.0	28.3	24.1	20.4
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	4.2	4.1	4.6	5.2
총자산이익률(ROA)	1.5	1.9	1.9	2.2	2.4
투자자본이익률(ROIC)	5.6	5.4	4.9	5.4	6.0
안정성(%)					
부채비율	134.3	112.7	106.6	112.4	115.8
순차입금비율	14.0	26.9	21.3	16.8	14.6
유동비율	77.1	55.4	57.1	65.4	69.2
이자보상배율(배)	2.6	3.0	3.2	3.6	4.1
활동성(회)					
매출채권회전율	1.3	1.8	2.6	2.9	2.6
재고자산회전율	11.0	14.8	15.2	15.6	15.8
매입채무회전율	2.7	2.5	2.8	3.1	2.8

Compliance Notice

- 당사는 4월 13일 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	-28.37	-9.33
	2018/04/16	Buy(Maintain)	12,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%