



BUY(Maintain)

목표주가: 12,000원
주가(5/15): 8,360원
시가총액: 4,024억원

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

Stock Data

KOSPI (5/15)	2,458.54pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,000원	7,180원
등락률	-40.3%	16.4%
수익률	절대	상대(vs KSE)
1M	13.0%	12.8%
6M	-24.7%	-22.9%
1Y	-18.4%	-24.0%

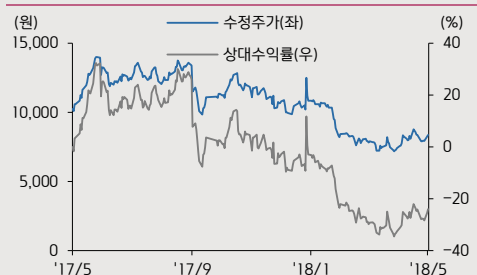
Company Data

발행주식수	48,133천주
일평균 거래량(3M)	582천주
외국인 지분율	2.8%
배당수익률(18E)	1.2%
BPS(18E)	8,914원
주요 주주	세계기독교 통일신명협회 외 9인
	48.8%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,097	2,128	2,348	2,625
영업이익	335	378	366	411
EBITDA	483	550	549	601
세전이익	219	273	269	316
순이익	170	209	206	241
지배주주지분순이익	170	209	206	241
EPS(원)	352	435	429	501
증감률(%YoY)	18.4	23.4	-1.4	16.9
PER(배)	23.7	19.2	19.5	16.7
PBR(배)	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	10.6	8.9	8.5	7.6
영업이익률(%)	16.0	17.8	15.6	15.7
ROE(%)	4.2	5.0	4.7	5.3
순부채비율(%)	26.9	19.8	14.4	11.4

Price Trend



용평리조트 (070960)

어닝서프라이즈! 저평가 매력에 남북경협 수혜까지



<장 중 실적발표> 동사는 1분기 매출액 598억원(YoY +21.7%), 영업이익 202억원(YoY +90.4%)으로 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 예상보다 강력했던 올림픽 효과로 전년 대비 감소가 예상됐던 영업이익은 증가할 것으로 전망됩니다. 신규 분양사업은 올해 하반기와 내년 상반기에 진행될 예정이며, 최대주주가 파주에 대규모 토지를 보유하고 있어 남북경협이 본격화 될 경우 수혜가 예상됩니다.

>>> 예상보다 강력했던 평창올림픽 효과

동사는 1분기 매출액 598억원(YoY +21.7%, QoQ +37.1%), 영업이익 202억원(YoY +90.4%, QoQ +206.7%)을 기록했다. 당사 추정치 대비 매출액이 감소했음에도 영업이익은 14.0%, 영업이익률은 11.3%p 개선됐다. 매출액 감소는 버치힐콘도 등기제 전환이 일부 2분기로 연기됐기 때문이다. 이익개선의 주된 이유는 1) 운영부문 원가율이 평창올림픽 효과로 전년 대비 8.6%p 개선됐으며, 2) 분양부문 매출의 대부분이 버치힐콘도 등기제 전환으로 원가율이 21.7%p 개선됐기 때문이다. 예상보다 강력했던 올림픽 효과로 인해 전년 대비 감소할 것으로 예상됐던 영업이익은 12.8% 증가할 것으로 전망된다. 기저효과로 인해 내년 영업이익은 소폭 감소할 수 있지만, 분양사업의 진행률에 따라 개선될 여지도 충분하다. 신규 프로젝트의 매출인식이 본격화되는 2020년에는 매출과 이익 모두 두 자리 수 성장이 가능하다. 올해 하반기 신규 프로젝트(콘도명 미정)가 착공 예정이며, 올림픽빌리지 2차는 내년 상반기에 착공할 예정이다.

>>> 신규 프로젝트가 시작된다!

계절적 성수기인 1분기는 평창올림픽 효과도 반영되면서 역대 최대 실적을 기록했다. 그럼에도 올림픽빌리지 1차 이후(2018년 1분기 기준 진행률 90%) 분양매출에 대한 공백이 동사의 기업가치 할인을 주도했다. 추가적인 개발 프로젝트 부재 시 매출과 이익의 역성장은 불가피했기 때문이다. 올해는 1) 올림픽빌리지 잔여 매출, 2) 회원권이 만기된 버치힐콘도가 등기제 방식으로 전환되면서 발생하는 매출, 3) 하반기 착공예정인 신규 프로젝트 매출 등으로 분양매출의 급감을 방어할 전망이다. 신규 프로젝트의 공정률이 본격화되고, 올림픽빌리지 2차 착공이 시작되는 내년부터는 분양매출이 크게 증가할 것으로 판단된다. 따라서 2020년까지는 두 자리 수의 매출 및 영업이익 성장이 가능할 전망이다. 이외에도 RS콘도, 용평 부지 외 개발 프로젝트, 용평콘도 재건축 등 2025년까지 개발 프로젝트 파이프라인을 보유하고 있다.

>>> 과도한 저평가 국면 + 남북경협의 수혜주

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. 신규 프로젝트는 올해 하반기, 올림픽빌리지 2차는 내년 상반기 착공 예정으로 신규 분양사업의 불확실성도 제거됐다. 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. 올해 EV/EBITDA는 8.9배 수준으로 과도한 저평가 국면이라는 판단이다. 더불어 동사의 최대주주가 파주에 대규모 토지를 보유하고 있어 남북경협이 본격화 될 경우 동사의 개발사업이 탄력을 받을 수 있다.

용평리조트 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	491	526	644	436	598	533	527	471	2,097	2,128	2,348
운영	369	194	269	292	460	196	276	302	1,124	1,234	1,150
분양	122	332	374	144	138	337	251	168	973	895	1,198
매출원가율	71.1	87.7	74.9	75.9	59.4	86.3	77.6	78.7	77.4	74.9	76.9
운영	70.4	118.4	85.5	83.2	61.8	118.2	85.7	84.0	85.6	81.5	85.9
분양	73.2	69.7	67.3	61.0	51.5	67.8	68.8	69.3	67.9	65.8	68.4
매출총이익률	28.9	12.3	25.1	24.1	40.6	13.7	22.4	21.3	22.6	25.1	23.1
영업이익	106	34	128	66	202	38	81	57	335	378	366
영업이익률	21.6	6.5	19.9	15.1	33.9	7.1	15.4	12.0	16.0	17.8	15.6
세전이익	79	4	94	42	175	14	51	34	219	273	269
순이익	61	4	73	32	134	11	39	25	170	209	206
순이익률	12.5	0.7	11.3	7.3	22.4	2.1	7.4	5.4	8.1	9.8	8.8

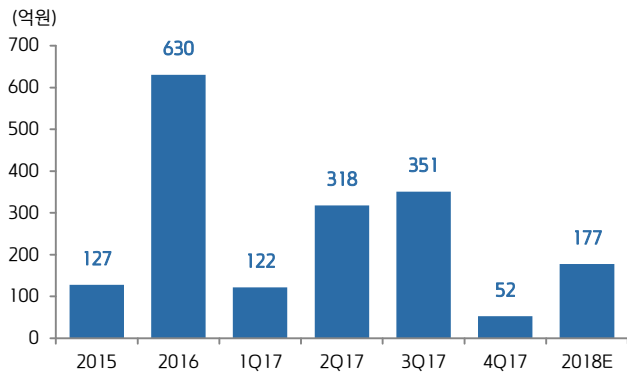
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	1Q17	4Q17	1Q18			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	491	436	598	21.7%	37.1%	788	-24.1%
GPM	28.9%	24.1%	40.6%	11.7%p	16.5%p	27.5%	13.1%p
영업이익	106	66	202	90.4%	206.7%	178	14.0%
OPM	21.6%	15.1%	33.9%	12.2%p	18.7%p	22.5%	11.3%p
세전이익	79	42	175	120.8%	318.1%	154	13.6%
순이익	61	32	134	117.8%	320.7%	120	11.4%

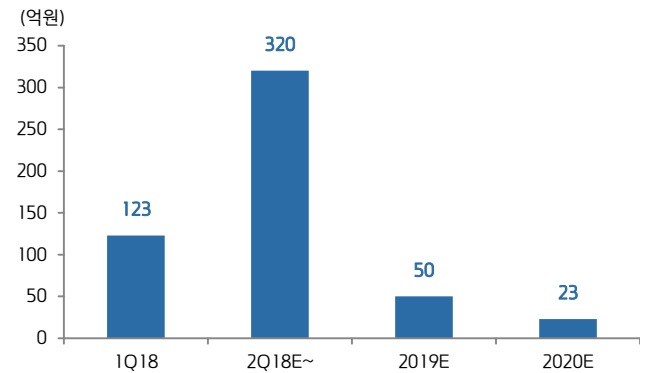
자료: 용평리조트, 키움증권

올림픽빌리지 매출인식 현황 (총분양액 1,778억원 기준)



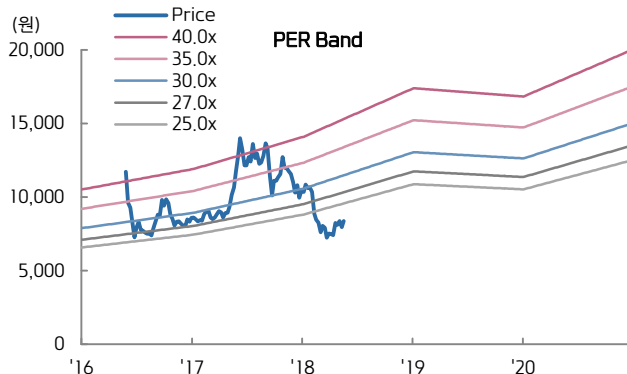
자료: 용평리조트, 키움증권

버치힐콘도 등기제 전환 현황 및 전망 (총 516억원 기준)



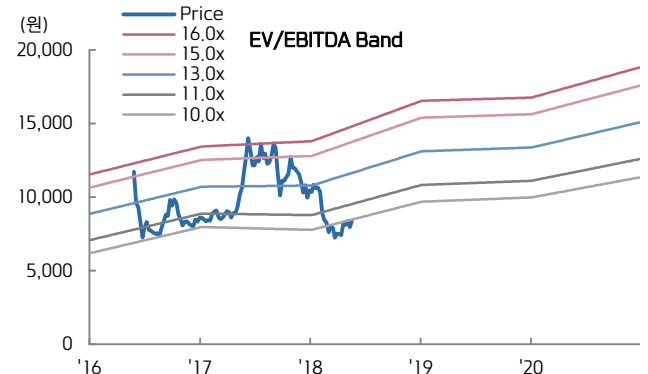
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 PER band chart



자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 EV/EBITDA band chart



자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 주식 등의 대량 보유 상황 보고서

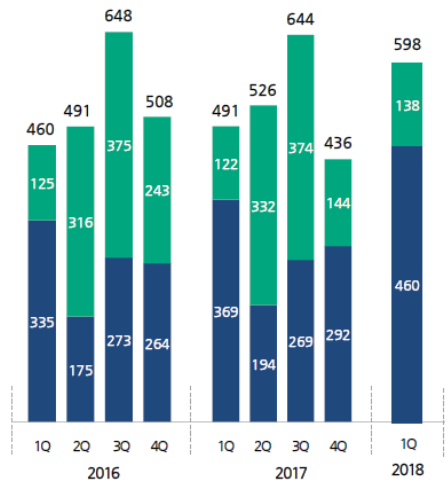
성명(명칭)	변동일	취득/처분 방법	주식 등의 종류	변동 내역			취득/처분 단가
				변동전	증감	변동후	
선원건설주식회사	2017.09.15	시간외매매(-)	의결권있는 주식	5,817,820	-1,100,000	4,717,820	12,261
주식회사세계일보	2017.09.15	시간외매매(-)	의결권있는 주식	4,362,816	-1,504,205	2,858,611	12,261
주식회사세계일보	2018.01.22	시간외매매(-)	의결권있는 주식	2,858,611	-2,858,611	0	10,600

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 최근 실적 추이

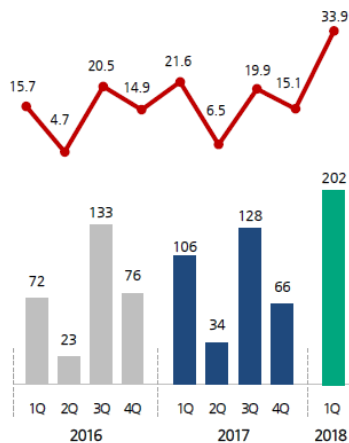
● 최근 3개년 분기별 매출

단위) 억원
■ 분양매출
■ 운영매출



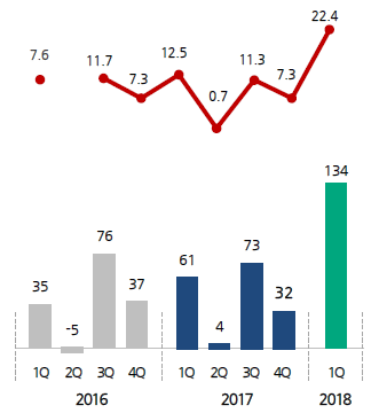
● 최근 3개년 분기별 영업이익(률)

단위) 억원, %



● 최근 3개년 분기별 순이익(률)

단위) 억원, %



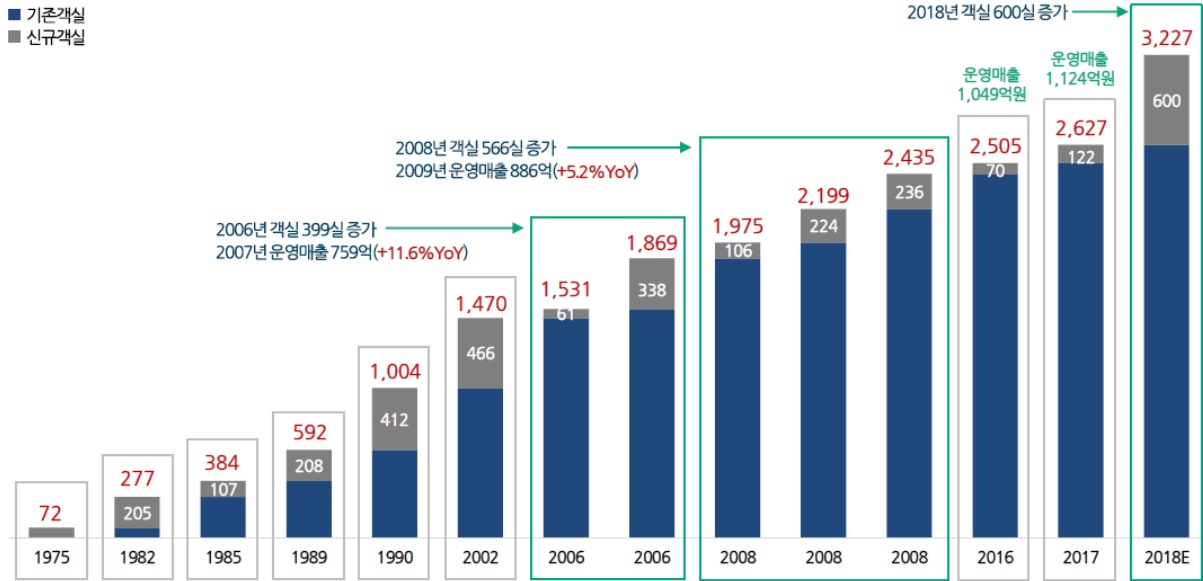
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 부동산 추가 개발 계획(2018~)



자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 단지 내 객실 수 증가 (단위: 실)

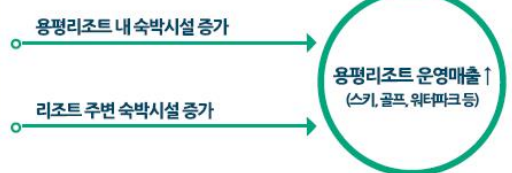


주: 년도는 새로운 객실이 개관하는 해만 표기
 자료: 용평리조트, 키움증권

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



구분	특징
평창 이지음	<ul style="list-style-type: none"> 평창군 대관령면 횡계리 278-4번지 (용평리조트 5.4km 근방) 지하1층 ~ 지상16층 규모 총 365 객실 2017년 11월 준공
라마다호텔	<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 스키아파트하우스	<ul style="list-style-type: none"> 평창군 대관령면 용산리 678 (용평리조트 4.1km 근방) 총 445 가구 2016년 7월 준공
풀림아일랜드	<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	2,128	2,348	2,625
매출원가	1,617	1,624	1,595	1,806	2,021
매출총이익	490	473	533	541	604
매출총이익률(%)	23.2	22.6	25.1	23.1	23.0
판매비및일반관리비	186	138	156	175	193
영업이익	304	335	378	366	411
영업이익률(%)	14.4	16.0	17.8	15.6	15.7
영업외손익	-121	-116	-105	-97	-95
금융수익	6	4	7	8	9
금융원가	116	112	96	95	95
기타수익	1	7	4	6	5
기타비용	12	16	19	15	15
중속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	182	219	273	269	316
법인세비용	39	49	64	63	75
유효법인세율	21.5	22.6	23.4	23.3	23.7
당기순이익	143	170	209	206	241
순이익률(%)	6.8	8.1	9.8	8.8	9.2
지배주주지분순이익	143	170	209	206	241
EBITDA	439	483	550	549	601
EBITDA margin (%)	20.8	23.1	25.8	23.4	22.9
증감율(% YoY)					
매출액	19.5	-0.5	1.5	10.3	11.8
영업이익	14.9	10.3	12.8	-3.1	12.3
법인세차감전이익	19.7	20.0	24.8	-1.5	17.5
당기순이익	23.8	18.4	23.4	-1.4	16.9
지배주주지분당기순이익	23.3	18.4	23.4	-1.4	16.9
EBITDA	11.1	10.2	13.7	-0.1	9.3
EPS	13.3	18.4	23.4	-1.4	16.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-190	178	332	334	439
당기순이익	143	170	209	206	241
감가상각비	134	146	168	179	185
무형자산상각비	1	3	4	4	4
GrossCashFlow	445	499	545	549	601
운전자본변동	-588	-283	-213	-215	-162
매출채권및기타채권의증감	311	494	213	-199	-208
재고자산의증감	113	68	-2	-15	-19
매입채무및기타채무의증감	-245	-16	-230	185	194
영업에서창출된현금흐름	-142	216	332	334	439
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	57	-21	23
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	238	195	97
기초현금및현금성자산	483	745	325	563	758
기말현금및현금성자산	745	325	563	758	855

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,370	1,426	1,455	1,867	2,194
현금및현금성자산	745	325	563	758	855
매출채권및기타유동채권	1,451	933	721	919	1,127
재고자산	142	140	142	157	176
기타유동자산	32	27	29	32	36
비유동자산	6,920	7,256	7,357	7,530	7,759
장기매출채권및기타비유동채권	7	7	7	8	9
유형자산	6,852	7,124	7,212	7,363	7,568
무형자산	52	112	127	147	168
투자자산	7	10	9	10	11
기타비유동자산	1	2	2	2	3
자산총계	9,289	8,682	8,812	9,397	9,953
유동부채	3,075	2,574	2,452	2,703	2,971
매입채무및기타유동채무	803	896	666	851	1,044
유동성이자발생차입금	1,079	1,214	1,214	1,214	1,214
기타유동부채	1,193	464	571	638	712
비유동부채	2,250	2,025	2,069	2,245	2,339
장기매입채무및기타비유동채무	1,422	1,260	1,278	1,411	1,578
사채및장기차입금	221	209	197	185	173
기타비유동부채	608	556	593	648	588
부채총계	5,325	4,600	4,521	4,948	5,310
자본금	2,407	2,407	2,407	2,407	2,407
자본잉여금	180	180	180	180	180
이익잉여금	1,377	1,495	1,704	1,862	2,055
기타자본	0	0	0	0	0
지배주주지분자본총계	3,964	4,082	4,291	4,449	4,642
자본총계	3,964	4,082	4,291	4,449	4,643
총차입금	1,300	1,424	1,412	1,400	1,388
순차입금	555	1,099	849	640	531

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	298	352	435	429	501
BPS	8,236	8,480	8,914	9,243	9,644
주당EBITDA	911	1,004	1,143	1,141	1,248
SPS	4,377	4,356	4,422	4,877	5,453
DPS	100	0	100	100	100
주가배수(배)					
PER	35.1	23.7	19.2	19.5	16.7
PBR	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.7	10.6	8.9	8.5	7.6
PSR	2.4	1.9	1.9	1.7	1.5
배당수익률	1.0	0.0	1.2	1.2	1.2
배당성향	33.6	0.0	23.0	23.3	19.9
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	4.2	5.0	4.7	5.3
총자산이익률(ROA)	1.5	1.9	2.4	2.3	2.5
투자자본이익률(ROIC)	5.6	5.4	5.6	5.5	6.1
안정성(%)					
부채비율	134.3	112.7	105.3	111.2	114.4
순차입금비율	14.0	26.9	19.8	14.4	11.4
유동비율	77.1	55.4	59.3	69.1	73.8
이자보상배율(배)	2.6	3.0	3.9	3.8	4.3
활동성(회)					
매출채권회전율	1.3	1.8	2.6	2.9	2.6
재고자산회전율	11.0	14.8	15.1	15.7	15.8
매입채무회전율	2.7	2.5	2.7	3.1	2.8

Compliance Notice

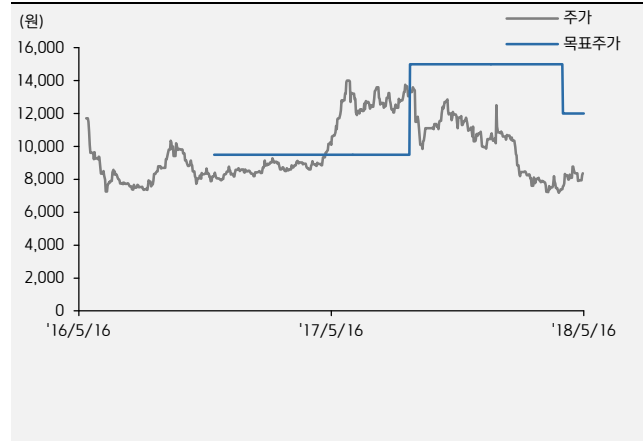
- 당사는 5월 15일 현재 '용평리조트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-32.02	-26.92
	2018/05/16	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%