기업브리프

☑ 2Q18 실적 Review

키움증권

2018. 9. 6

용평리조트 (070960)

중장기 개발사업 로드맵 제시

〈장 중 실적발표〉 동사는 2분기 매출액 492억원(YoY -6.4%), 영업이익 36억원(YoY +3.1%)을 기록했습니다. 개발사업의 공사 진행정도에 따라 분기 실적의 변동성은 존재하지만, 중장기 개발사업 로드맵이 제시됐다는 점에서 상당히 의미가 있다. 또한 용평 부지를 벗어나 경기도 및 경상도에 신규 토지 매입을 검토 중으로, 제한적으로 평가받던 성장에 대한 리스크가 해소됐다는 판단이다.

>>> 9월 신규 개발사업 분양 시작

동사는 2분기 매출액 492억원(YoY -6.4%, QoQ -17.7%), 영업이익 36억원(YoY +3.1%, QoQ -82.5%)을 기록했다. 매출액 감소는 올림픽빌리지의 진행률이 막바지에 이르면서 전년대비 분양매출이 감소했 때문이다. 분양부문 매출은 감소했지만, 버치힐 콘도 등기제 전환 매출이 올라오면서 원가율은 전년대비 4.8%p 개선됐다. 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. 이달 Project Post(콘도명 미정)가 분양을 시작할 예정이며, 내년 말에는 올림픽빌리지 2차가 분양예정이다.

>>> 중장기 개발사업 로드맵 제시 + 신규 부지 매입 검토

동사와 같은 리조트 디벨로퍼는 개발사업이 중요하다. 매출 성장에 크게 기여하고, 운영사업 대비 수익성도 좋기 때문이다. 개발사업이 완료되면 운영사업 확장으로도 이어진다. 기존에 알려진 Project Post와 올림픽빌리지 2차는 프로젝트 세부 내역 및 분양시기가 확정됐다. 이 외에도 RS콘도(2020년 분양예정), Project the Camp(2021년 분양예정), 용평콘도 재건축, 포레스트 레지던스 3차 등 중장기 개발사업에 대한 마스터플랜이 수립됐다. 2025년까지는 신규 프로젝트에 대한 불확실성이 해소됐다는 판단이다. 더불어 강원도 고성, 전남 여수, 충남 보령에 있는 계열사 리조트와의 협업은 물론, 추가 개발사업을 위해 경기도 및 경상도에 신규 토지 매입을 검토 중이다. '루지'와 '야간 발왕산 관광 케이블카' 등 신규시설도 좋은 반응을 얻고 있다.

>>> 과도한 저평가 국면

개발사업의 공사 진행정도에 따라 분기 실적의 변동성은 존재하지만, 중장기 개발사업 로드맵이 제시됐다는 점에서 상당히 의미가 있다. 작년말 122객실, 올해 올림픽빌리지 준공으로 600객실이 증가하고, 올림픽으로 주변의 숙박시설도 1,688실 증가해 리조트 이용객 증대에 따른 운영매출 증가도 기대된다. 이용객 증대는 '루지', F&B, 부대시설 등과의 시너지도 기대된다. 제2영동고속도로 개통 및 인천공항~강릉 KTX 개통으로 교통인프라 개선에 따른 접근성이 높아진 점도 긍정적이다. 남북경협 측면에서는 1) 최대주주가 파주에 대규모 토지를 보유하고 있어 경협이 본격화 될 경우 개발사업이 탄력을 받을 수 있으며, 2) 2021년 동계아시안게임 공동유치를 시작으로 대관령과 금강산, 마식령을 연계한 관광상품을 장기적으로 준비 중이다. 내년 EV/EBITDA는 8배로 과도한 저평가 국면이다. 다만, 목표주가는 실적 추정치 변경에 따라 2018~2019년 평균 EBITDA 564억원에 글로벌 피어 과거 3년 평균 EV/EBITDA 13.6배에 20% 할인한 10.9배를 적용해 10,000원으로 하향하고, 투자의견은 BUY를 유지한다.

BUY(Maintain)

목표주가: 10,000원(하향)

주가(9/5): 6,850원

시가총액: 3,297억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/5)		2,291.77pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	13,600 원	6,500원
등락률	-49.6%	5.4%
수익률	절대	상대(vs KSE)
1M	0.0%	-0.2%
6M	-15.5%	-12.5%
1Y	-47.5%	-46.7%

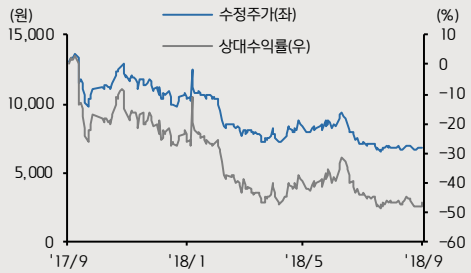
Company Data

발행주식수		48,133 천주
일평균 거래량(3M)		371천주
외국인 지분율		3.7%
배당수익률(18E)		1.5%
BPS(18E)		8,871원
주요 주주	세계기독교 통일신령협회 외 9인	48.8%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,097	2,139	2,247	2,495
영업이익	335	410	370	429
EBITDA	483	578	549	614
세전이익	219	307	276	336
순이익	170	235	209	256
지배주주지분순이익	170	235	209	257
EPS(원)	352	489	435	533
증감률(%YoY)	18.4	38.8	-11.0	22.5
PER(배)	19.4	14.0	15.7	12.9
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	9.1	7.8	8.1	7.3
영업이익률(%)	16.0	19.2	16.5	17.2
ROE(%)	4.2	5.6	4.8	5.7
순부채비율(%)	26.9	28.2	25.7	25.4

Price Trend



용평리조트 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	**491**	**526**	**644**	**436**	**598**	**492**	**460**	**588**	**2,097**	**2,139**	**2,247**
운영	369	194	269	292	460	195	275	299	1,124	1,229	1,142
분양	122	332	374	144	138	297	185	289	973	910	1,104
매출원가율	***71.1***	***87.7***	***74.9***	***75.9***	***59.4***	***82.9***	***75.9***	***74.6***	***77.4***	***72.5***	***76.6***
운영	*70.4*	*118.4*	*85.5*	*83.2*	*61.8*	*121.5*	*87.3*	*84.8*	*85.6*	*82.6*	*85.9*
분양	*73.2*	*69.7*	*67.3*	*61.0*	*51.5*	*57.6*	*59.0*	*64.0*	*67.9*	*59.0*	*66.9*
매출총이익률	***28.9***	***12.3***	***25.1***	***24.1***	***40.6***	***17.1***	***24.1***	***25.4***	***22.6***	***27.5***	***23.4***
영업이익	**106**	**34**	**128**	**66**	**202**	**35**	**73**	**99**	**335**	**410**	**370**
영업이익률	*21.6*	*6.5*	*19.9*	*15.1*	*33.9*	*7.2*	*15.8*	*16.8*	*16.0*	*19.2*	*16.5*
세전이익	79	4	94	42	175	13	43	77	219	307	276
순이익	**61**	**4**	**73**	**32**	**134**	**11**	**33**	**58**	**170**	**235**	**209**
순이익률	*12.5*	*0.7*	*11.3*	*7.3*	*22.4*	*2.2*	*7.2*	*9.8*	*8.1*	*11.0*	*9.3*

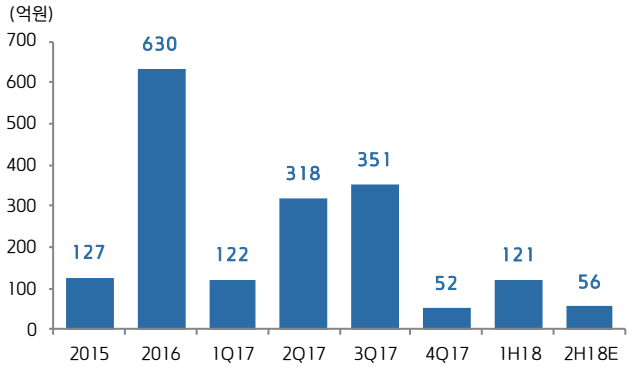
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	2Q17	1Q18	2Q18			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	526	598	492	-6.4%	-17.7%	533	-7.6%
GPM	*12.3%*	*40.6%*	*17.1%*	*4.8%p*	*-23.5%p*	*13.7%*	*3.4%p*
영업이익	34	202	35	3.1%	-82.5%	38	-5.9%
OPM	*6.5%*	*33.9%*	*7.2%*	*0.7%p*	*-26.7%p*	*7.1%*	*0.1%p*
세전이익	4	175	13	187.7%	-92.7%	14	-9.7%
순이익	4	134	11	201.6%	-92.0%	11	-4.2%

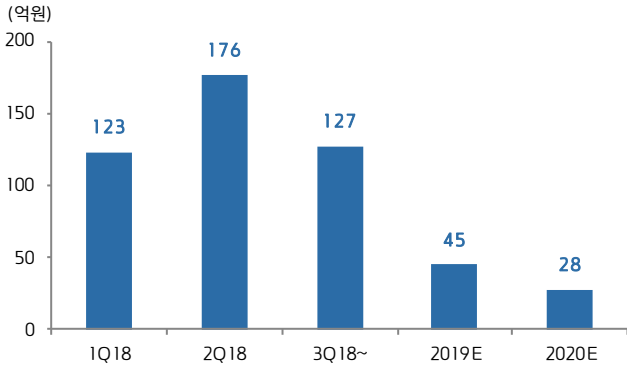
자료: 용평리조트, 키움증권

올림픽빌리지 매출인식 현황 (총분양액 1,778억원 기준)



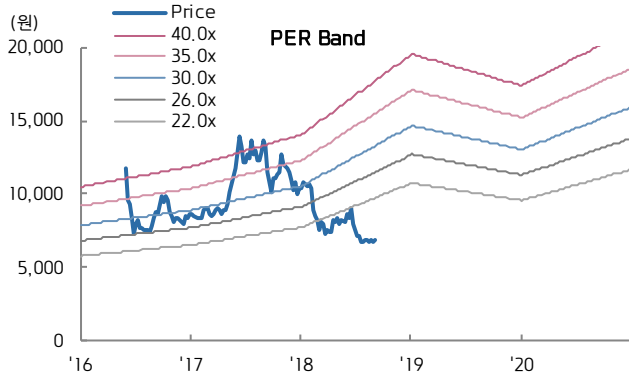
자료: 용평리조트, 키움증권

버치힐콘도 등기제 전환 현황 및 전망 (총 516억원 기준)



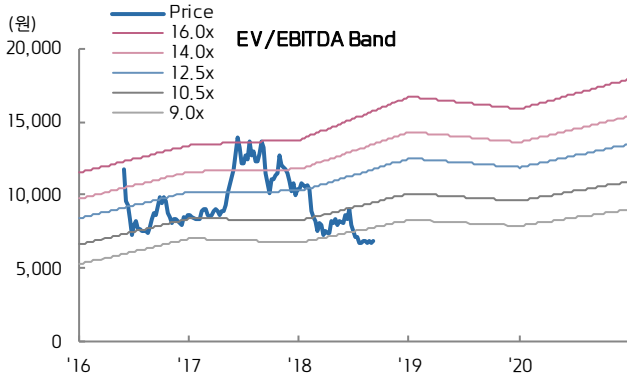
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 PER band chart



자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 EV/EBITDA band chart



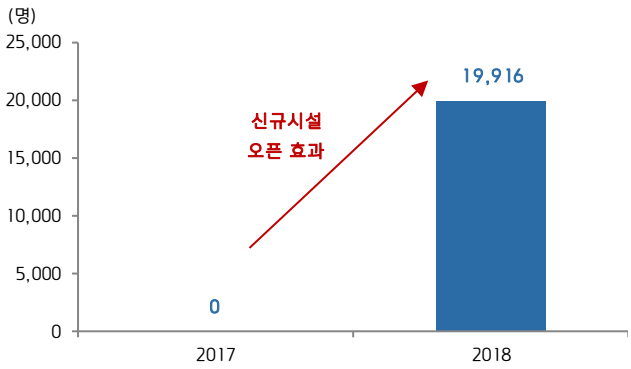
자료: 용평리조트, 키움증권

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

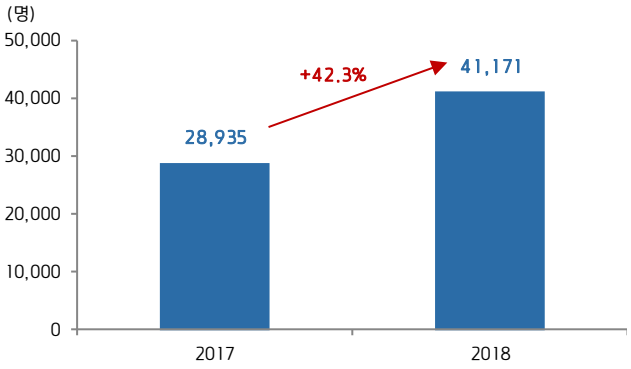
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 루지 이용객 수 현황



주: 2017년 7월 21일~2017년 8월 15일, 2018년 7월 21일~2018년 8월 15일
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 발왕산 관광 케이블카 이용객 수 현황



주: 2017년 7월 21일~2017년 8월 15일, 2018년 7월 21일~2018년 8월 15일
자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 Project Post(콘도명 미정) 개요

사업명	Project Post(콘도명 미정)
건축규모	지하 4층, 지상 9층
객실 수	총 129세대 - 60평형: 46세대 - 63평형: 46세대 - 86평형: 20세대 - 89평형: 17세대
특징	* 광활한 슬로프 뷰 * 콘도와 슬로프를 잇는 스키 브릿지 * 북유럽 스타일의 자연주의적 인테리어
분양 개시	2018년 9월 예정

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 Project Post(콘도명 미정) 조감도

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 올림픽빌리지 2차 개요

사업명	올림픽빌리지 2차
건축규모	지하 1층, 지상 15층
객실 수	총 525세대 - 25평형: 45세대 - 30평형: 270세대 - 34평형: 210세대
특징	* 버치힐 골프클럽을 조망하는 리조트형 아파트
분양 개시	2018년 말 예정

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 올림픽빌리지 2차 조감도

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 RS콘도 개요

사업명	RS콘도
건축규모	지하 3층, 지상 8층
객실 수	총 80세대 - 33평형: 40세대 - 48평형: 32세대 - 50평형: 8세대
특징	* Ski IN, Ski OUT이 가능한 레드 슬로프를 조망하는 프리미엄 콘도
분양 개시	2020년 예정

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 RS콘도 조감도

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 Project The Camp 개요

사업명	Project The Camp
객실 수	총 2,034세대 - 1차: 1,170세대 / - 2차: 864세대
특징	* 국내 최초 연수원형 콘도
분양 개시	2021년 예정

자료: 용평리조트, 키움증권

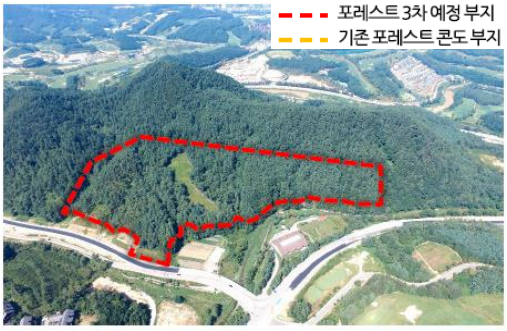
용평리조트 Project The Camp 위치

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 용평콘도 재건축

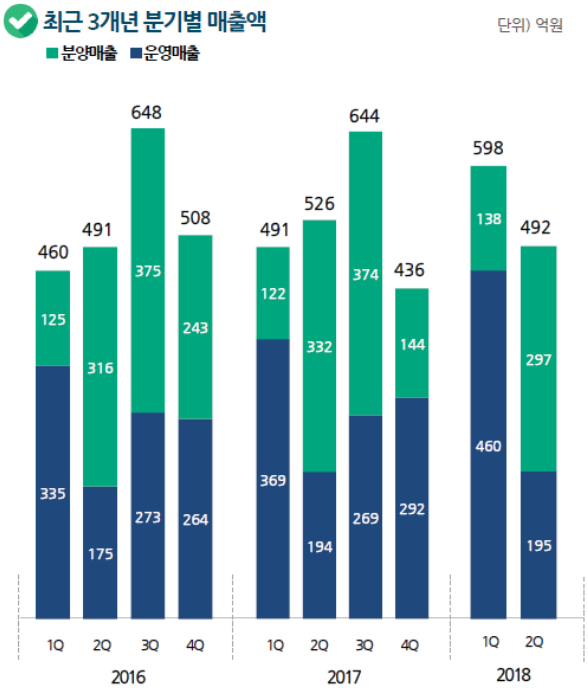
자료: 용평리조트, 키움증권

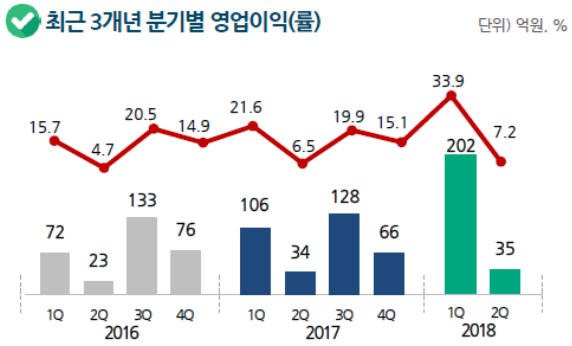
용평리조트 포레스트 레지던스 3차 부지

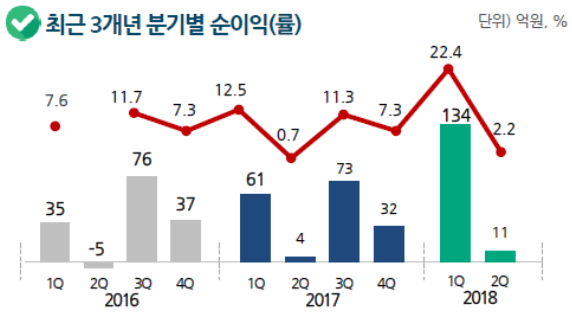


자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 최근 실적 추이





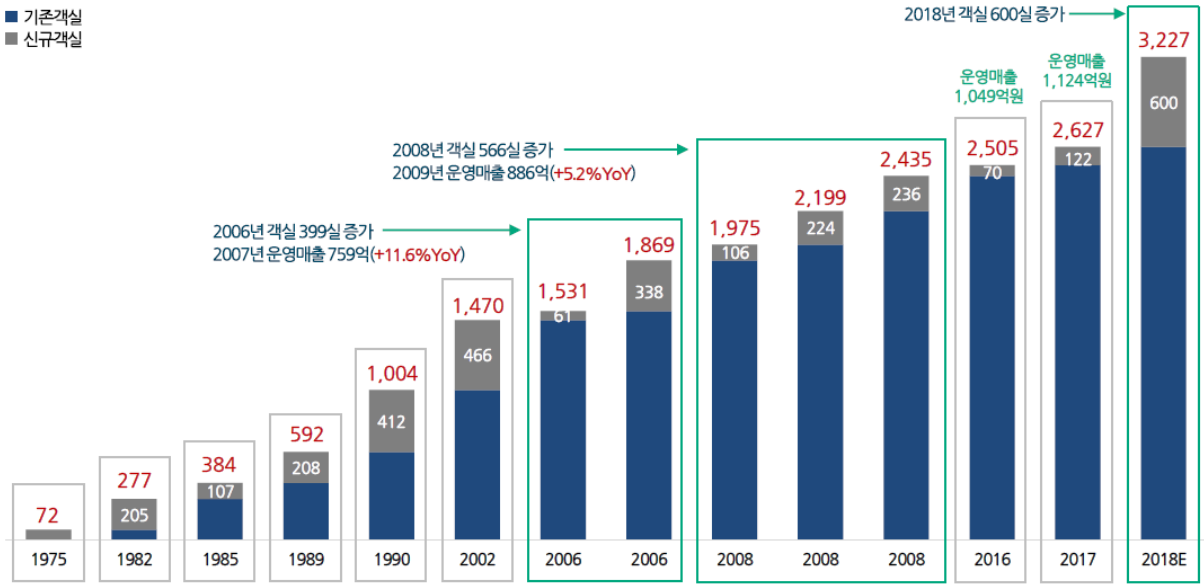


자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 계열사 리조트 협업 및 추가 개발 검토 대상지

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 단지 내 객실 수 증가 (단위: 실)

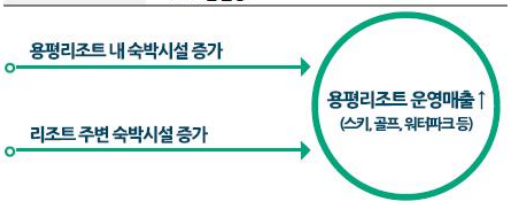


주: 년도는 새로운 객실이 개관하는 해만 표기
자료: 용평리조트, 키움증권

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

자료) 언론기사 취합

구분	특징
평창 이지움	• 평창군 대관령면 횡계리 278-4번지 (용평리조트 5.4km 근방) • 지하1층 ~ 지상16층 규모 • 총 365 객실 • 2017년 11월 준공
라마다호텔	• 평창군 대관령면 횡계리 245-36번지 (용평리조트 5.8km 근방) • 지하3층 ~ 지상4층 규모 • 총 678 객실 • 2017년 12월 준공
데이즈힐 스카이테라하우스	• 평창군 대관령면 용산리 678 (용평리조트 4.1km 근방) • 총 445 가구 • 2016년 7월 준공
풍림아이원콘도	• 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	2,139	2,247	2,495
매출원가	1,617	1,624	1,552	1,720	1,890
매출총이익	490	473	587	526	605
매출총이익률(%)	23.2	22.6	27.5	23.4	24.3
판매비및일반관리비	186	138	178	156	176
영업이익	304	335	410	370	429
영업이익률(%)	14.4	16.0	19.2	16.5	17.2
영업외손익	-121	-116	-102	-94	-93
금융수익	6	4	3	3	3
금융원가	116	112	98	89	89
기타수익	1	7	6	7	6
기타비용	12	16	13	15	14
종속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	182	219	307	276	336
법인세비용	39	49	72	67	80
유효법인세율	21.5	22.6	23.4	24.2	23.8
당기순이익	143	170	235	209	256
순이익률(%)	6.8	8.1	11.0	9.3	10.3
지배주주지분순이익	143	170	235	209	257
EBITDA	439	483	578	549	614
EBITDA margin (%)	20.8	23.1	27.0	24.4	24.6
증감율(%, YoY)					
매출액	19.5	-0.5	2.0	5.0	11.1
영업이익	14.9	10.3	22.3	-9.6	15.9
법인세차감전이익	19.7	20.0	40.3	-10.2	21.8
당기순이익	23.8	18.4	38.8	-11.1	22.5
지배주주지분당기순이익	23.3	18.4	38.8	-11.0	22.5
EBITDA	11.1	10.2	19.6	-5.1	11.9
EPS	13.3	18.4	38.8	-11.0	22.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,370	1,426	1,218	1,417	1,559
현금및현금성자산	745	325	383	438	386
매출채권및기타유동채권	1,451	933	656	791	963
재고자산	142	140	144	151	168
기타유동자산	32	27	35	38	42
비유동자산	6,920	7,256	7,220	7,393	7,620
장기매출채권및기타비유동채권	7	7	7	8	8
유형자산	6,852	7,124	7,071	7,222	7,425
무형자산	52	112	128	149	171
투자자산	7	10	11	11	12
기타비유동자산	1	2	3	3	4
자산총계	9,289	8,682	8,438	8,810	9,179
유동부채	3,075	2,574	2,526	2,653	2,853
매입채무및기타유동채무	803	896	611	739	901
유동성이자발생차입금	1,079	1,214	1,543	1,543	1,543
기타유동부채	1,193	464	372	371	409
비유동부채	2,250	2,025	1,642	1,727	1,688
장기매입채무및기타비유동채무	1,422	1,260	1,232	1,283	1,424
사채및장기차입금	221	209	45	33	21
기타비유동부채	608	556	365	411	243
부채총계	5,325	4,600	4,168	4,380	4,540
자본금	2,407	2,407	2,407	2,407	2,407
자본잉여금	180	180	180	180	180
이익잉여금	1,377	1,495	1,683	1,844	2,052
기타자본	0	0	0	0	0
지배주주지분자본총계	3,964	4,082	4,270	4,431	4,639
자본총계	3,964	4,082	4,270	4,431	4,639
총차입금	1,300	1,424	1,588	1,576	1,564
순차입금	555	1,099	1,204	1,137	1,176

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-190	178	326	289	421
당기순이익	143	170	235	209	256
감가상각비	134	146	165	175	181
무형자산상각비	1	3	4	4	4
GrossCashFlow	445	499	585	558	614
운전자본변동	-588	-283	-229	-269	-193
매출채권및기타채권의증감	311	494	90	-135	-172
재고자산의증감	113	68	146	-8	-17
매입채무및기타채무의증감	-245	-16	-161	128	162
영업에서창출된현금흐름	-142	216	356	289	421
투자활동현금흐름	156	-615	-259	-345	-407
투자자산의증감	0	-2	-1	-1	-1
유형자산의감소	27	0	4	10	5
유형자산의증가(CAPEX)	-178	-584	-246	-336	-389
무형자산의증감	-22	-33	-20	-25	-26
기타	328	4	3	6	4
FreeCashFlow	-315	-401	94	-61	12
재무활동현금흐름	296	17	-8	110	-66
차입금의증가(감소)	-401	126	168	-12	-12
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	-2	0	0	0
배당금지급	0	-48	-48	-48	-48
기타	697	-59	-128	170	-6
현금및현금성자산의순증가	262	-420	59	54	-52
기초현금및현금성자산	483	745	325	383	438
기말현금및현금성자산	745	325	383	438	386

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	298	352	489	435	533
BPS	8,236	8,480	8,871	9,206	9,639
주당EBITDA	911	1,004	1,202	1,140	1,276
SPS	4,377	4,356	4,443	4,667	5,184
DPS	100	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	35.1	19.4	14.0	15.7	12.9
PBR	1.3	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.7	9.1	7.8	8.1	7.3
PSR	2.4	1.6	1.5	1.5	1.3
배당수익률	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
배당성향	33.6	28.4	20.4	23.0	18.8
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	4.2	5.6	4.8	5.7
총자산이익률(ROA)	1.5	1.9	2.7	2.4	2.8
투하자본이익률(ROIC)	5.6	5.4	5.9	5.1	5.8
안정성(%)					
부채비율	134.3	112.7	97.6	98.9	97.9
순차입금비율	14.0	26.9	28.2	25.7	25.4
유동비율	77.1	55.4	48.2	53.4	54.7
이자보상배율(배)	2.6	3.0	4.2	4.1	4.8
활동성(회)					
매출채권회전율	1.3	1.8	2.7	3.1	2.8
재고자산회전율	11.0	14.8	15.1	15.2	15.6
매입채무회전율	2.7	2.5	2.8	3.3	3.0

Compliance Notice

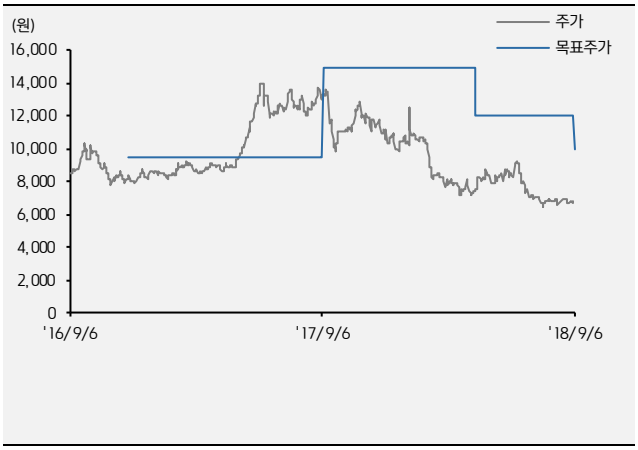
- 당사는 9월 5일 현재 '용평리조트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
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	-36.48	-22.50
	2018/09/06	Buy(Maintain)	10,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이



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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%