

KOSPI | 호텔,레스토랑,레저등

용평리조트 (070960)

‘루송채’ 콘도 공사로 인한 매출 성장 예상

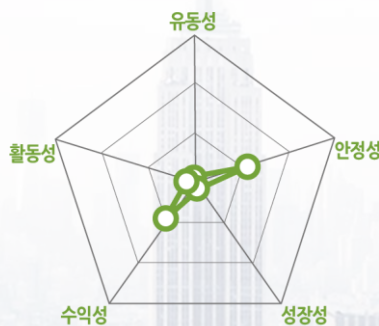
체크포인트

- 용평리조트는 프리미엄 리조트를 개발하고 운영하는 기업. 매출액은 운영수입(2022년 기준, 89.1%)과 분양수입(10.9%)으로 구성
- 투자포인트는 1) 현재 공사 중인 프리미엄 콘도 ‘루송채’를 통한 분양수입 매출 성장 기대와 2) 운영수입 매출의 지속적인 성장 기대
- 동사의 2023년 매출액 2,165억원(+51.1%YoY), 영업이익 108억원(+597.4%YoY), 영업이익률 5.0%(+3.9%pYoY)로 추정. 2023년 예상 PBR은 0.4배로 역사적 밸류에이션 하단 국면
- 리스크 요인은 1) 부동산 경기 약화로 인한 루송채 콘도의 공사 및 분양 진행 지연 가능성과 2) 국내 경기침체로 인해 운영수입 매출액이 감소할 개연성

주가 및 주요이벤트

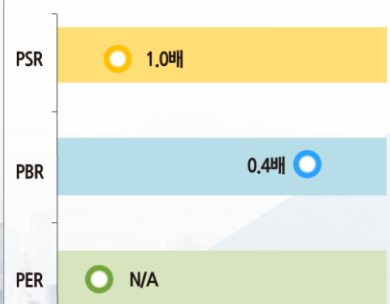


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

용평리조트는 강릉에서 콘도를 개발하고 리조트를 운영하는 기업

용평리조트는 프리미엄 리조트를 개발하고 운영하는 기업. 매출액은 운영수입(2022년 기준, 89.1%)과 분양수입(10.9%)으로 구성. 운영수입은 호텔 및 콘도(54.5%), 스키(16.7%), 골프(14.7%), 워터파크(11.1%)와 기타(3.0%)로 구성

투자포인트1. 루송채 콘도 공사로 인한 분양수입 매출 성장 기대

첫번째 투자포인트는 현재 공사 중인 프리미엄 콘도 '루송채'를 통한 분양수입 매출 성장 기대. 용평리조트는 2022년 10월 콘도 '루송채' 착공 시작. 공사기간은 2022년 10월~ 2025년 3월임. 분양은 2022년 11월부터 진행 중. 매출은 진행률로 인식. 2003년 3월말 공사진행률 7.6%, 분양률 46.9%. 당사는 올해 분양수입 매출액을 전년 대비 444% 증가한 850억원 예상. 회사 목표치는 1.1천억원

투자포인트2. 운영수입 매출의 지속적 성장

두번째 투자포인트는 운영수입 매출의 지속적인 성장 기대. 코로나 이후 동사의 운영수입 매출은 꾸준히 회복 중. 올해도 운영수입 매출은 전년대비 3% 성장한 1,315억원을 기록할 예상. 성장률은 전년대비 낮아지나, 2017년 이후 가장 높은 수준의 매출액. 동사의 운영수입 증가는 객실 가동률 정상화와 평균 객단가 증가에 기인

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	1,294	1,274	2,363	1,433	2,165
YoY(%)	-28.6	-1.6	85.5	-39.4	51.1
영업이익(억원)	-41	-70	307	16	108
OP 마진(%)	-3.2	-5.5	13.0	1.1	5.0
지배주주순이익(억원)	-138	-176	87	-121	-27
EPS(원)	-287	-365	180	-252	-55
YoY(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
PER(배)	N/A	N/A	27.2	N/A	N/A
PSR(배)	2.2	1.6	1.0	1.2	0.7
EV/EBIDA(배)	30.1	25.3	7.5	15.6	9.3
PBR(배)	0.7	0.5	0.6	0.4	0.4
ROE(%)	-3.4	-4.5	2.3	-3.2	-0.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/26)	3,040원
52주 최고가	4,130원
52주 최저가	2,915원
KOSPI (7/26)	2,592.36p
자본금	2,407억원
시가총액	1,463억원
액면가	5,000원
발행주식수	48백만주
일평균 거래량 (60일)	5만주
일평균 거래액 (60일)	2억원
외국인지분율	1.08%
주요주주	세계기독교통일신령협회유지재단 외 7인
	49.87%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-16.8	-24.2
상대주가	-2.0	-20.8	-29.4

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

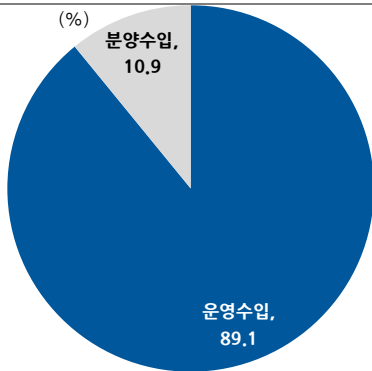
1 연혁

용평리조트는 리조트를 개발하고 운영하는 회사

용평리조트는 프리미엄 리조트를 개발하고 운영하는 기업이다. 동사는 1) 프리미엄 콘도 디벨로퍼로서 콘도 및 회원권 분양 사업을 영위하고, 2) 스키장, 골프장, 워터파크 등 다양한 레저시설을 통해 종합 관광 휴양지를 운영하고 있다. 동사는 강원도 평창군 대관령면과 충청남도 보령시 웅천읍에서 종합 휴양지를 운영하고 있다. 올해 동사는 60세대 규모의 신규 프리미엄 콘도 '루송채'를 분양하고 있으며, 단계별 콘도 추가 개발을 통해 대규모 종합 휴양타운을 조성한다는 계획을 가지고 있다. 2023년 3월말 기준으로 동사가 보유한 숙박시설(콘도, 호텔 등)의 총 객실 수는 2,756실이다.

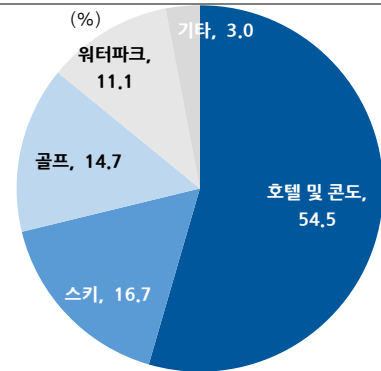
동사의 매출액은 운영수입(2022년 기준, 89.1%)과 분양수입(10.9%)으로 구성되어 있다. 분양수입은 콘도분양 수입으로 콘도 건설에 따라 연도별로 변동성이 크다. 운영수입을 세부적으로 살펴보면, 호텔 및 콘도(54.5%), 스키(16.7%), 골프(14.7%), 워터파크(11.1%)와 기타(3.0%)로 구성되어 있다.

용평리조트의 매출액 구성



주: 2022년 기준, 자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

용평리조트의 분양수입 매출 구성



주: 2022년 기준, 자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

연혁: 1973년 설립, 2016년 유가증권 시장 상장

용평리조트는 1973년 설립된 국내 최초 스키장이다. 동사는 2000년 2월 (주)용평리조트 법인으로 전환되었으며, 2016년 5월에 한국 유가증권시장에 상장되었다.

용평리조트는 1975년 스키장을, 1985년에는 대중골프장을, 1989년 용평골프클럽을 개장했다. 1997년과 1998년 레인보우슬로프를 오픈하고 발왕산 관광 케이블카를 개장하며 성장의 발판을 마련했다.

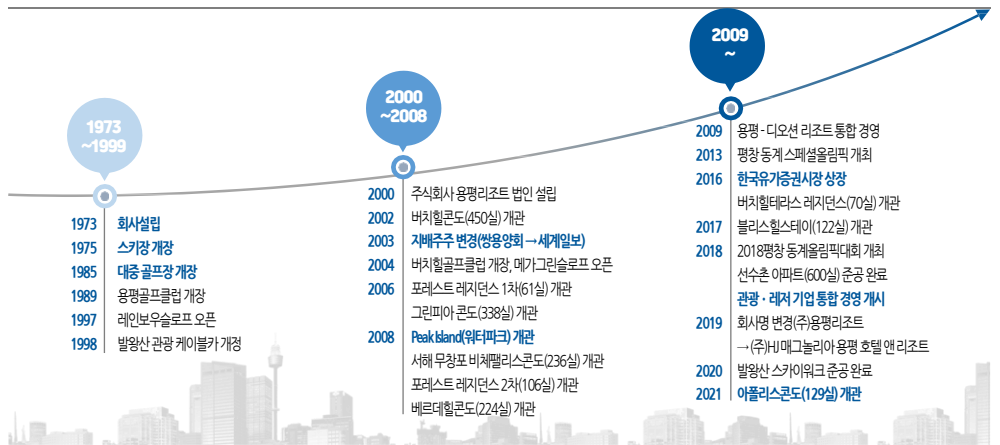
2000년 법인 전환 이후, 2003년 동사의 지배주주는 쌍용양회에서 세계일보로 변경되었다. 동사는 지속적으로 콘도를 개발하며 CAPEX를 늘렸다. 2002년에는 버치힐 콘도(450실)을, 2006년에는 포레스트 레지던스 1차(61실)과 그린피아 콘도(338실)를 개관했다. 2008년에는 서해 무창포 비체펠리스콘도(236실)와 포레스트 레지던스 2차(106실), 베르데힐콘도(224실)를 개관했다. 특히, 2008년에는 워터파크인 '피크아일랜드(Peak Island)'를 개장하며 세계

질 리조트로 도약했다.

2016년 주식시장 상장 이후, 동사는 버피힐테라스 레지던스(2016년, 70실), 블리스힐스테이(2017년, 122실)을 개관했다. 2018년 평창 동계올림픽 대회 개최했고, 선수촌 아파트(600실)를 준공 완료했다. 2018년부터 동사는 관광 레저부문 계열사 및 관계사와 통합경영을 개시하기 시작했다.

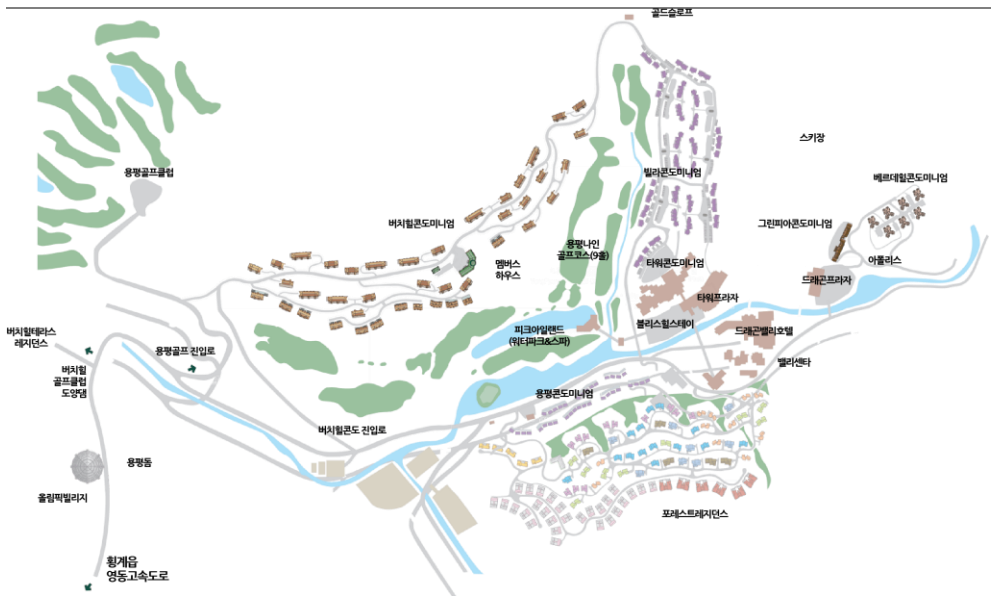
동사는 2019년 회사명을 (주)용평리조트에서 (주)H매그놀리아 용평 호텔 앤 리조트를 변경했다. 2021년에는 아폴리스콘도(129실)를 개관했다.

용평리조트 주요 연혁



자료: 용평리조트, 한국IR협회의 기업리서치센터

용평리조트 콘도 빌리지 현황



자료: 용평리조트, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 주주 구성과 종속회사

용평리조트의 최대주주는 (재)세계평화통일가정연합유지재단으로 지분을 35.99% 보유

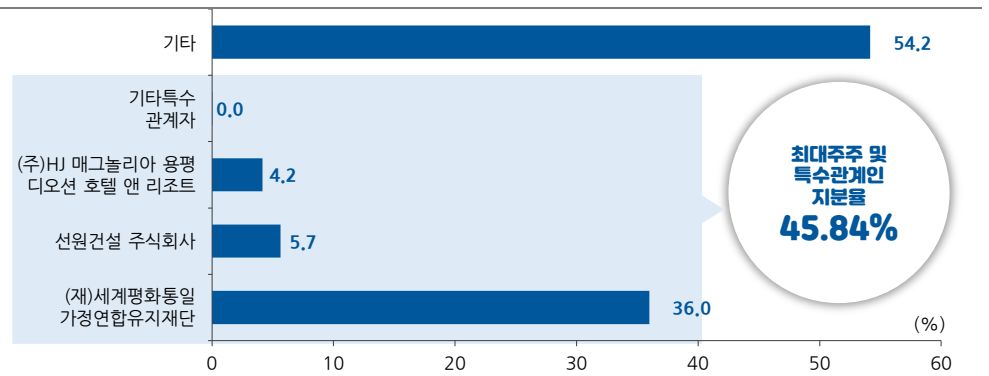
2023년 3월말 기준으로 용평리조트의 최대주주는 (재)세계평화통일가정연합유지재단으로 지분율 35.99%를 보유하고 있다. 관계사인 선원건설(주)와 (주)HJ 매그놀리아 용평 디오션 호텔 앤 리조트의 지분율은 각각 5.65%, 4.16%이다. 이 외 임원을 포함한 최대주주와 특수관계자의 지분 합계는 45.84%이다. 자기주식은 없다.

종속회사:
모나용평(시설운영),
발왕산1458(구내식당업),
모나파크(테마파크운영)

용평리조트의 종속회사로는 모나용평(주)(지분율 100%), 발왕산1458(주)(지분율 90%)와 모나파크(주)(지분율 100%)가 있다.

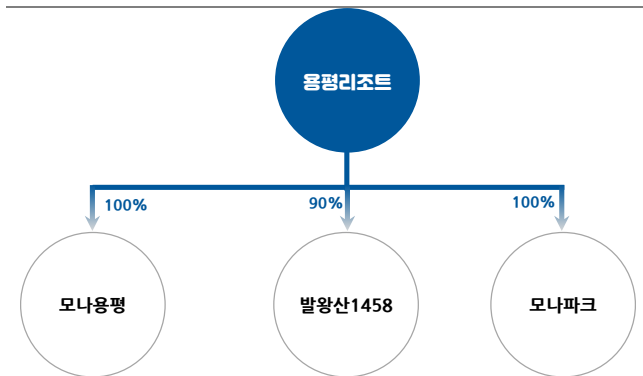
모나용평(주)은 2010년 3월 충남 보령시에 설립된 회사로 시설운영업을 주요 사업으로 영위하고 있다. 발왕산1458(주)는 2007년 10월에 강원도 평창군에 설립된 회사로 기관 구내식당업을 운영하고 있으며, (주)모나파크(주)는 2008년 4월에 강원도 평창군에 설립되었으며, 유원지 및 테마파크 운영업이 주요 사업이다. 2023년 3월말 기준 모나용평과 발왕산1458, 모나파크의 자산 규모는 각각 0.7억원, 2.6억원과 2.0억원으로 규모가 크지 않다. 2022년 모나용평과 발왕산1458, 모나파크의 매출액은 9.6억원, 19.2억원과 13.5억원이다.

용평리조트 주주 구성



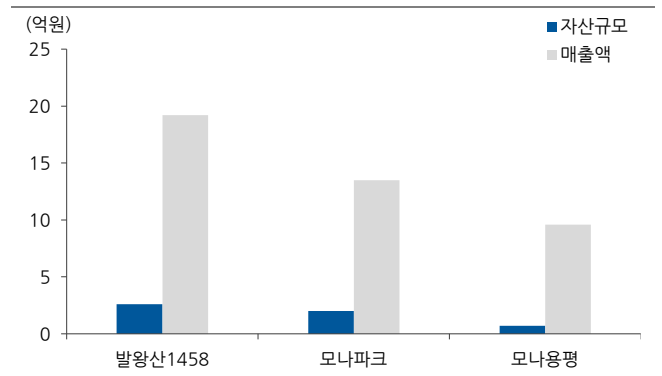
주: 2023년 3월말 기준, 자료: 용평리조트, 한국R협의회 기업리서치센터

용평리조트의 지배구조



주: 2023년 3월말 기준
 자료: 용평리조트, 한국R협의회 기업리서치센터

용평리조트 자회사의 자산 및 매출액 규모



주: 자산은 2023년 3월말 기준, 매출액은 2022년 기준
 자료: 용평리조트, 한국R협의회 기업리서치센터

산업 현황

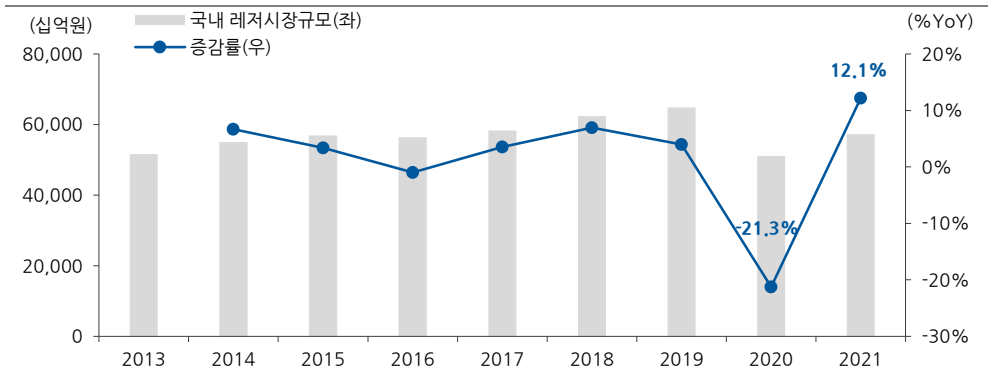
1 레저산업 및 리조트 운영 산업

레저시장은 2020년 코로나 팬데믹 영향으로 침체되었지만, 2021년을 기점으로 회복 중

용평리조트는 복합 리조트 운영 및 콘도 분양 사업을 영위하며 광의적으로 레저 산업에 속해 있다.

레저(leisure)란 '타인의 강요가 아닌 자발적인 의사에서 출발한 순수한 여가활동'을 의미한다. 국내 레저시장 규모는 2013년부터 꾸준히 증가해왔다. 다만 2020년 이후 코로나 팬데믹의 영향으로 레저 시장은 일시적으로 부진한 모습을 보였다. 2020년 레저시장 규모는 전년 대비 21.3% 감소했다. 2021년부터는 사회적 거리두기가 완화되며 레저시장은 회복되어 규모가 전년 대비 12.1% 증가했다.

국내 레저시장규모 추이 및 증감률



자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

리조트 산업도 2022년 상반기 이후 본격적으로 회복 추세

레저활동은 크게 스포츠, 취미·교양, 관광, 오락 4개의 부문으로 구분된다. 그중 관광산업은 관광레저산업은 관광 활동을 위한 이동, 숙박, 식사, 휴양, 스포츠와 그 외 부가 활동 등과 관련된 서비스를 제공하고 시설을 운영하는 산업을 의미한다. 현재 관광레저시장의 소비 패턴은 개인 중심에서 가족 중심으로 바뀌며, 과거 단순 숙박, 관광에 국한됐던 시장이 휴양, 체류 등 다양하고 세분화된 목적으로 변화하고 있다. 이에 리조트도 다양한 부가 시설들이 갖추어진 복합 숙박시설로 변모하고 있다.

리조트란 숙박뿐만 아니라 스포츠, 상업, 오락, 휴양 등을 위한 시설들이 복합적으로 갖추어져 있으며, 스키장, 골프장, 수영장, 놀이시설 등 고객유치를 위한 시설들이 집적된 복합 숙박시설을 의미한다. 다양한 시설이 입지하고 있는 복합 리조트 산업의 경우 여러가지 제약 조건으로 인해 진입장벽이 높은 산업이다. 먼저 복합 리조트의 경우 쇼핑센터, 골프장, 스키장 등 각각의 시설들이 관련된 법제도에 의거해 사업승인을 받아야 하기 때문에 개발에 있어 관련 행정 절차가 복잡하다는 특징이 있다. 또한 대규모 토지를 필요로 하고 일시에 많은 자금을 필요로 하기 때문에 자금 조달의 어려움이 존재할 수 있다.

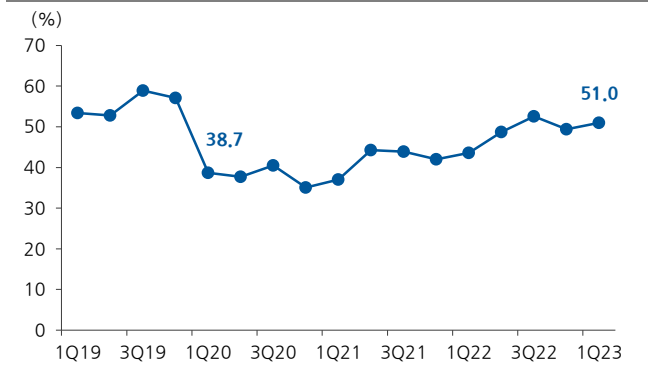
리조트 산업은 2020년 코로나19 영향으로 레저 시장과 같이 성장률이 둔화되었다. 그러나 2022년 상반기부터 국내외 코로나 방역 규제가 풀리면서 리조트 산업은 본격적으로 회복세를 보이고 있다. 국내 리조트 산업은 국내 여행 수요와 연관이 있다. 한국체육관광부에서 조사한 국민여행조사 자료에 따르면, 국내 여행 경험률(만 15세 이상의 전국민 중 국내 숙박 및 당일 여행을 다녀온 비율)은 2020년 기준 38%로 코로나로 인해 2019년 대비 17.6%p 감소하였다. 하지만 점차 회복하여 2023년 1분기 기준 국내 여행 경험률은 51%로 전년 동기(43.6%)대비 7.4%p증가하는 모습을 보였다.

여행 경험률과 마찬가지로 국내 여행 횟수와 국내 여행지출액 또한 비슷한 흐름을 보이고 있는데, 국내 여행 횟수는 2020년 1분기 5.91억 회로 전년 동기 대비 30% 하락하였지만, 꾸준히 회복하여 2023년 1분기 7.64억 회를 기록하였다. 국내 여행 지출액의 경우 2023년 1분기 기준 9.3조원으로 아직 코로나 팬데믹 이전 수준에는 미치지 못하지만, 전년 동기대비 31.8% 증가한 모습을 보이고 있다.

리조트 시장은 장기적으로 1) 국민소득 수준 향상, 2) 산업화와 도시 집중화로 인한 휴식에 대한 욕구 급증으로 지속적으로 확대될 전망이다.

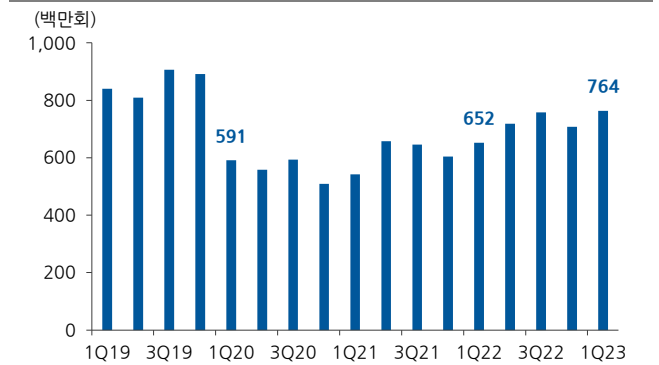
용평리조트는 주로 강원지역에서 리조트 운영 및 콘도 분양 사업을 영위하고 있다. 2021년 기준 강원지역 숙박여행 횟수는 1,588만회로 국내에서 여행지로 가장 많이 방문한 지역이다.

국내 여행 경험률 추이



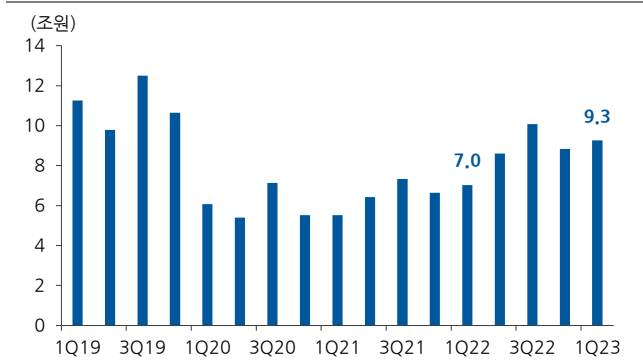
자료: 문화체육관광부, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 여행 횟수 추이



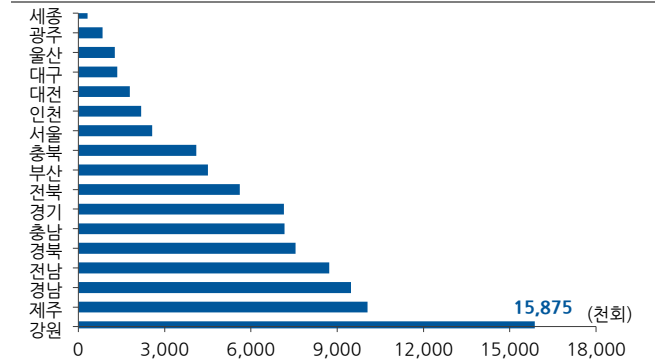
주: 여행 횟수 추이는 만 15세 이상의 국민이 다녀온 국내 숙박 및 당일 여행 횟수의 총합계를 의미
 자료: 문화체육관광부, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 여행 지출액



주: 여행 지출액은 만 15세 이상 국민이 국내 숙박 및 당일 여행을 위해 지출한 금액의 합
 자료: 문화체육관광부, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 기준 여행지별 국내 숙박여행 횟수



자료: 문화체육관광부, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 콘도 분양산업

**콘도 상품이 다양화되면서
 수요층이 확대되고 있음.
 이에 따라 휴양콘도미니엄 업체
 등록 개수는 증가**

콘도란 호텔과 별장의 특징을 갖춘 관광숙박시설로 종합 휴양시설을 의미한다. 콘도는 크게 사용목적별, 운영형태에 따라 나뉜다. 사용목적별로 콘도는 주거용 콘도미니엄(Residential Condominium)과 휴양 콘도미니엄(Resort Condominium)으로 구분된다. 주거용 콘도미니엄의 경우 주거용으로 건립된 콘도를 말하며, 휴양 콘도미니엄은 경관이 좋은 휴양 지역에 관광, 휴양을 목적으로 건립되는 콘도를 의미한다. 관광진흥법에 따르면 콘도를 ‘관광객의 숙박과 취사에 적합한 시설을 갖춰, 당해 시설의 회원 및 기타 관광객에게 제공하는 것’이라고 정의하고 있으며, 일반적으로 우리나라에서 의미하는 콘도는 휴양 콘도미니엄에 해당된다.

또한 콘도는 운영형태에 따라 회원제(Membership)와 등기제(Ownership)로 나뉜다. 등기제의 경우 리조트 사용에 대한 회원 권리를 분양대금을 납부하고 취득하는 것을 말한다. 회원제의 경우 리조트 이용에 대한 회원권리를 입회금을 납부하고 취득하며, 계약기간이 만료되면 입회금에 대해서 반환이 가능하다. 이처럼 회원제의 경우 일정 기간 이후에 회원권 금액 반환을 조건으로 분양이 진행되기 때문에 장기적인 리조트 운영을 위해서는 안정적인 재무구조가 뒷받침되어야 한다. 등기제의 경우 등기가 이전되어 소유권을 가지게 되며, 회원제의 경우 소유권이 이전되지 않고, 회원으로 등록이 된다.

콘도 분양 사업 수익은 크게 분양 수익과 운영 수익으로 나뉜다. 등기제의 경우 분양대금을 공사진행률에 따라 매출로 인식하며, 시설관리비용에 해당되는 연간이용료와 기타 부대 시설 이용으로 발생하는 기타수익을 운영수익으로 인식한다. 회원제의 경우 입회비 납부 시 이를 부채인 장기예수보충금으로 인식하며, 운영수익은 객실판매로 인한 수익과 등기제와 동일하게 기타 시설 이용 비용으로 인한 운영수익으로 구성된다.

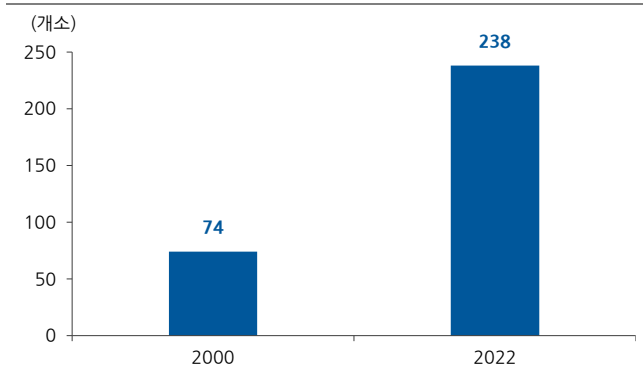
과거 콘도 분양의 경우 수요층이 최상위층으로 국한 되어있었던 반면, 최근 상품이 다양화되면서 수요층이 확대되고 있다. 휴양 콘도미니엄의 경우 2000년 74개에서 2022년 기준 238개로 약 3배 증가하였다. 2022년 기준 국내 휴양 콘도미니엄업 사업체 수는 강원(32.9%)과 제주(25.2%)지역에 집중적으로 분포 되어있다. 강원지역에서 가장 많은(78개소) 콘도 업체가 운영 중이며, 그 뒤를 이어 제주지역에서 60개소의 콘도가 운영되고 있다. 이처럼 자연환경이 뛰어난 강원 및 제주 지역을 중심으로 한 콘도 분양 사업은 향후 확대될 전망이다.

콘도 분양사업 구조

구분	등기제	회원제
권리 취득 방법	분양금 납부 후 리조트 사용에 대한 회원 권리 취득	입회금 납부 후 회원 권리를 취득
소유권 유무	있음 (등기 이전)	없음 (회원으로 등록)
만기	만기 없음	만기도래 시에 연장하거나 반환 가능
운영수익	연간이용료 + 운영수익	객실판매 + 운영수익
분양수익	분양수익 (매출)	장기예수보증금 (부채)

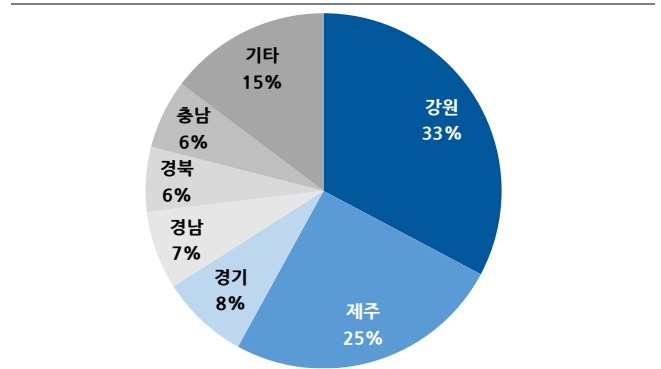
자료: 용평리조트, 한국R협의회 기업리서치센터

휴양콘도미니엄 업체 등록 개수 추이



자료: 문화체육관광부, 한국R협의회 기업리서치센터

휴양콘도미니엄 지역별 등록 비중



주: 2022년 기준, 자료: 문화체육관광부, 한국R협의회 기업리서치센터

 **투자포인트**

1 신규 콘도 '루송채'를 통한 분양수입 매출 성장 기대

투자포인트1. 루송채 콘도를 통한 분양수입 매출 성장 기대

용평리조트의 첫번째 투자포인트는 현재 공사 중인 프리미엄 콘도 '루송채'를 통한 분양수입 매출 성장 기대이다.

용평리조트는 2022년 10월 신규 프리미엄 콘도 '루송채' 착공을 시작했다. 공사기간은 2022년 10월 착공해서 2025년 3월 준공할 예정이며, 객실 수는 60세대 규모이다. 객실 평형은 143평형부터 248평형까지 있다. 분양은 2022년 11월부터 진행 중이다.

동사는 루송채 공사와 관련된 수익을 진행 기준으로 인식하고 있다. 이는 용평리조트가 1) 고객들과 계약서 작성 시 계약을 해지할 수 없는 조항을 넣고 있고, 2) 계약 시 계약금과 중도금을 같이 받고 있기 때문이다. 용평리조트는 루송채 콘도와 관련해 2022년부터 2025년까지 총 매출액 약 4천억원을 목표로 하고 있다. 올해 목표치는 약 1.1천억원(올해 공사진행률 33.6%, 착공이후 총공사진행률 40.7%)이다. 다만, 2023년 3월 현재 공사진행률이 7.57%에 불과하다는 측면에서, 공사 진척도는 지속적으로 체크할 필요가 있다. 2023년 3월 분양률은 46.87%로 동사 계획대로 진행 중이라고 한다.

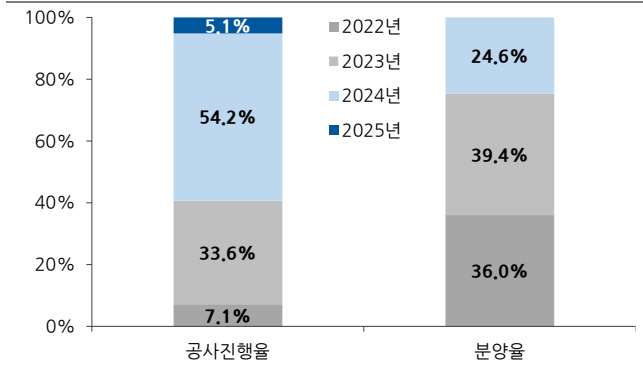
루송채 콘도 공사 및 분양 계획



사업명	루송채 콘도	주차대수	194대 예상
건축규모	지하 1층, 지상 3층 / 1세대	공사기간	2022년 10월 ~ 2025년 3월(예정)
	총 60세대	건축면적	15,273.00m ² (4,620 평)
객실수	143평형: 15세대/162평형: 30세대	대지면적	86,552.00m ² (26,182 평)
	180평형: 10세대/248평형: 5세대	연면적	36,912.55m ² (11,166 평)

자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

루송채 콘도 매출 인식 및 분양계약 전망



자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

루송채 콘도 건설 현장



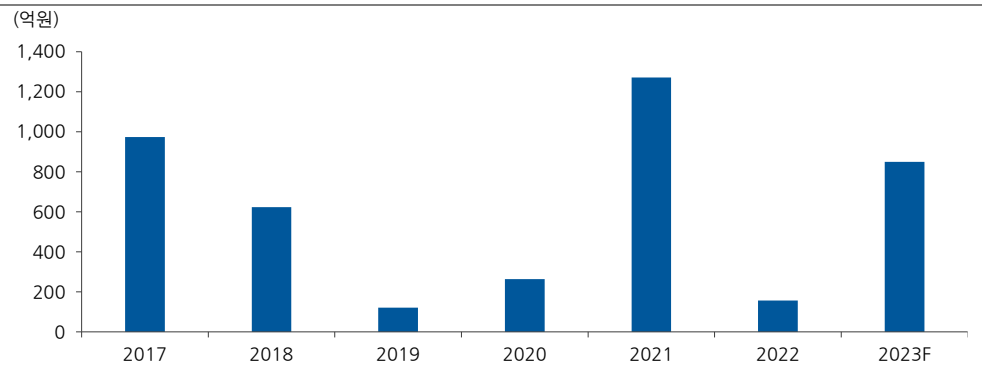
자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 분양수입 매출액 전년대비 444% 증가한 850억원 전망. 회사측 목표치는 1.1천억원

참고로, 동사는 콘도 디벨로퍼로서 콘도 공사와 관련된 수익을 진행 기준으로 인식해왔다. 그러나 2018년 'K-IFRS 제 1115호 고객과의 계약에서 생기는 수익'이 도입되면서 2021년 준공된 아폴리스콘도는 완성 기준으로 인식했다. 그러나 용평리조트는 고객이 지급청구권이 없으면, 진행 기준으로 인식할 수 있다는 규정을 활용하여 루송채 콘도 공사는 다시 진행기준으로 인식하고 있다.

2021년 아폴리스콘도 완공으로 1,271억원을 기록했던 용평리조트의 분양수입 매출액은 작년 156억원으로 87.7% 급감했다. 그러나 올해는 루송채 공사와 관련된 수익이 진행 기준으로 인식되며 전년 대비 444% 증가한 850억원을 기록할 전망이다. 회사측 목표치는 당사 추정치보다도 높은 1.1천억원이다. 이미 1분기 분양수익은 70억원으로 전년동기 대비 21배 증가했다.

용평리조트의 분양수입 매출액 추이 및 전망

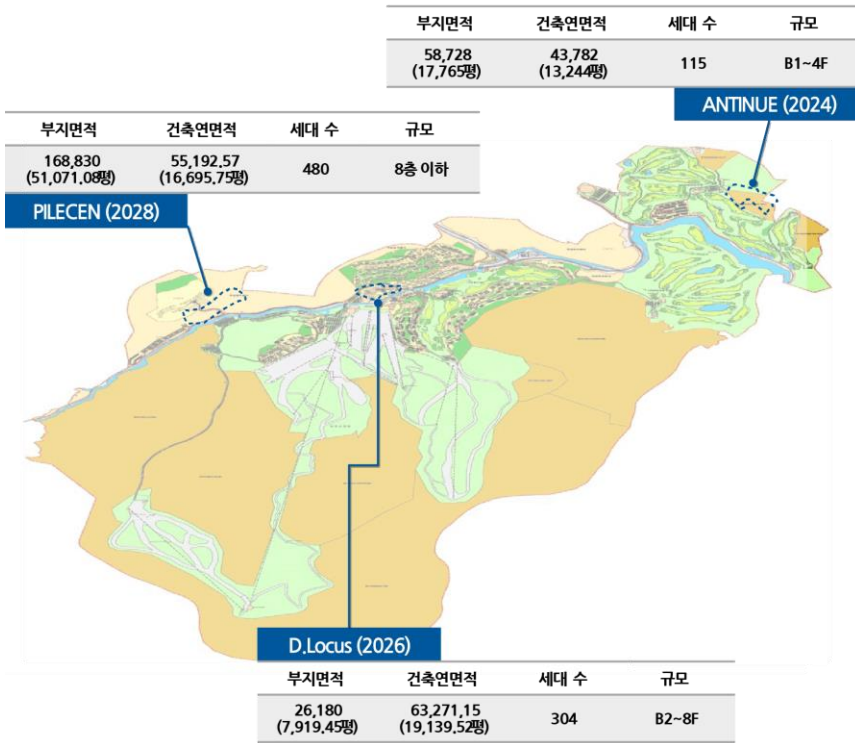


자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

단계별 콘도추가 개발 계획이 이뤄진다면, 분양수입 매출 변동성 축소 예상

용평리조트는 중장기적으로도 단계별 콘도 추가 개발을 통해 대규모 종합 휴양 타운을 조성한다는 계획을 가지고 있다. 이를 위해 동사는 2024년에는 ANTIUE(세대수 115세대, 매출 예상액 약 5천억원)를, 2026년에는 D.Locus(세대수 304세대, 매출 예상액 2,400억원)을 착공할 예정이다. 동사의 계획과 같이 콘도 개발이 지속적으로 이뤄진다면, 동사의 분양수입 매출액 변동성은 축소될 것으로 예상된다.

용평리조트의 중장기 분양계획



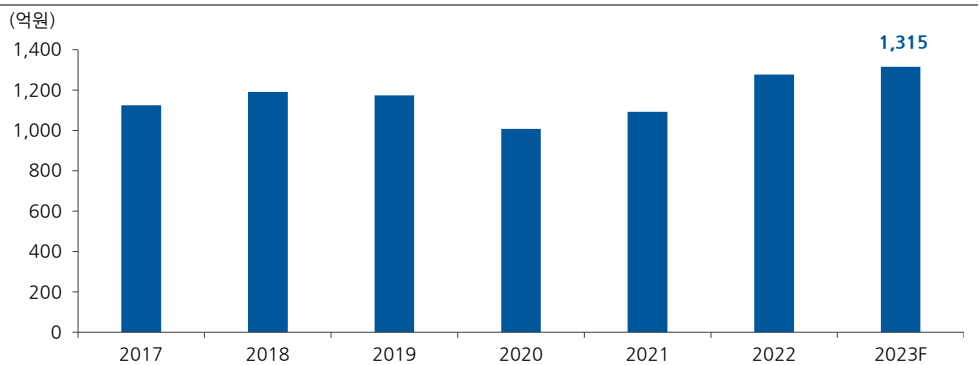
자료: 용평리조트, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 꾸준한 운영수입 증가 기대

투자포인트2. 운영수입
매출액의 지속적 성장 기대

용평리조트의 두번째 투자포인트는 운영수입 매출액의 지속적인 성장 기대이다. 상장 후 1,100억원 대를 유지하던 동사의 운영수입은 코로나로 인해 2019년 대비 14.1% 감소한 1,008억원을 기록하며 부진한 모습을 보였다. 그러나 코로나로 인한 사회적 거리두기가 완화되면서 운영수입 매출액은 2021년부터 회복하고 있다. 동사의 2022년 운영수입 매출액은 1,277억원을 기록했다. 올해도 운영수입 매출액은 전년대비 3% 성장한 1,315억원을 기록할 것으로 예상된다. 성장률은 2022년 16.9% 대비 낮아지나, 2017년 이후 가장 높은 매출액이다.

용평리조트의 운영수익 매출액 추이



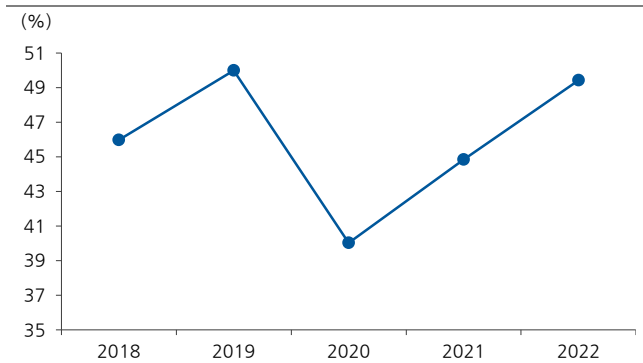
자료: 용평리조트, 한국IR협회의 기업리서치센터

운영수입 증가는 객실가동률 정상화와 평균 객단가 증가에 기인

동사의 운영수입 증가는 객실 가동률 정상화와 평균 객단가 증가에 기인한다. 2023년 1분기 현재 동사의 객실은 총 2,756실이다. 이는 회원제 콘도와 공유제 콘도, 콘도 외 숙박시설(블리스힐스테이, 드래곤밸리 포텍)를 합한 수치이다. 2019년 50%를 기록했던 용평리조트의 객실 가동률은 코로나로 인해 2020년 40%까지 내려갔다. 이후 점진적으로 회복되며 2022년에는 49.4%로 코로나 직전까지 회복했다. 올해 1분기 객실 가동률은 54.7%를 기록했다. 이는 계절적 요인도 있으나, 전년동기 대비해서도 1.0%p 상승한 수치이다. 객단가 역시 정상화되고 있다. 2020년 코로나 때는 동사가 등기제 콘도를 시가로 매입해 객실을 홈쇼핑에 저가로 판매하며 객단가가 94,686원까지 낮아졌다. 그러나 작년 여행 수요 증가가 이어지며 객단가는 103,209원으로 전년대비 9% 증가했고, 올해도 견조한 모습을 보이고 있다.

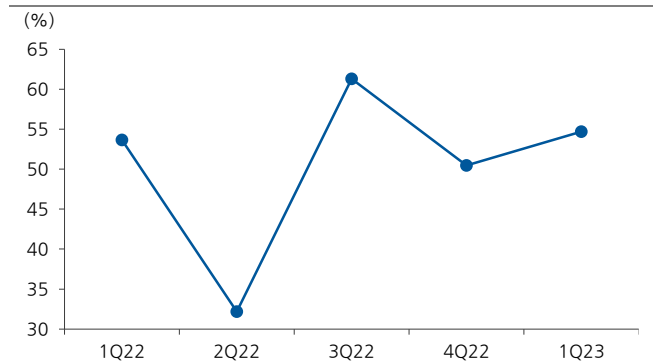
올해 5월 세계보건기구가 코로나 엔데믹을 선언하면서 견조한 여행 수요는 이어지고 있다. 이에 따라 동사의 운영수입은 올해도 증가세를 이어갈 전망이다. 다만, 최근 국내 대비 해외 여행 수요가 더 늘어나는 영향으로 전년 대비 성장률은 크지 않을 것으로 예상된다.

용평리조트 연간 객실 가동률 추이



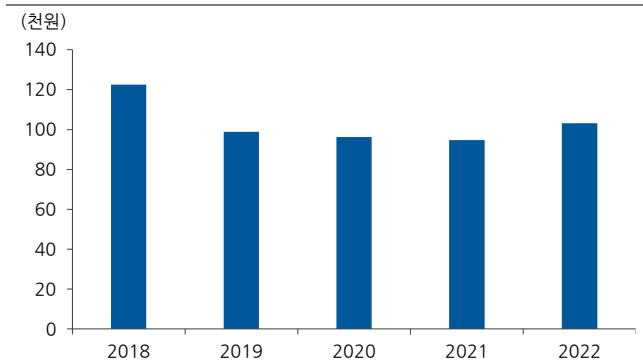
자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

용평리조트 분기별 객실 가동률 추이



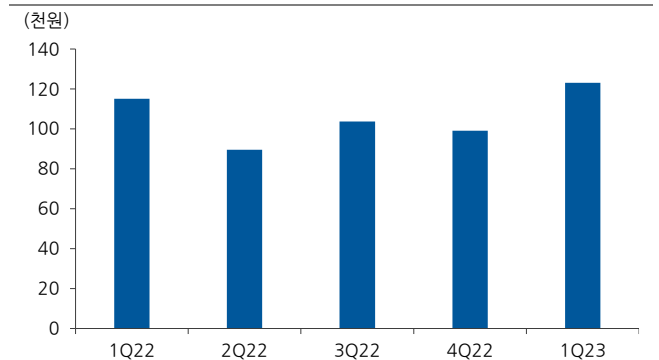
자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

용평리조트 연간 평균 객단가 추이



자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터

용평리조트 분기별 평균 객단가 추이



자료: 용평리조트, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 리뷰

용평리조트 2022년 매출액
1,433억원(-39.4% YoY),
영업이익 16억원(-94.9% YoY),
영업이익률
1.1%(-11.9%pYoY) 기록

용평리조트의 2022년 매출액은 1,433억원으로 전년대비 39.4% 감소했다. 매출액 감소를 야기한 것은 분양수입이 었다. 2022년 분양수입 매출액은 156억원으로 전년 대비 87.7% 급감했다. 이는 2021년 아폴리스콘도가 완공되고 개관하면서 일시에 분양수입 매출액 1,271억원을 인식했기 때문이다. 서두의 투자포인트에서 언급한 바와 같이 아폴리스 콘도의 분양수입은 일회적으로 진행률이 아닌 완성 기준으로 인식하며 2021년에 매출액이 상대적으로 컸다. 운영수입은 2020년 코로나 이후 전반적으로 개선되는 추세를 이어 갔다. 2022년 운영 수입 매출액은 1,277억원으로 전년 대비 16.9% 증가했다.

동사의 2022년 영업이익은 16억원으로 전년대비 94.9% 감소했다. 영업이익률도 1.1%로 2021년 대비 11.9%p 하락했다. 매출원가와 판매비용이 86.7%와 12.2%로 전년 대비 각각 8.2%p, 3.7%p 상승했다. 영업이익률 하락의 주요인은 1) 상대적으로 마진율이 높은 분양 수입 매출이 급감했고, 2) 숙박비과 관련하여 홈쇼핑 할인 판매로 객단가 회복속도가 더뎠고, 3) 매출 감소에도 불구하고 인건비(용역비 포함)와 감가상각비 등 고정 비용성 자출이 지속되었기 때문이다. 사업부문별로 보면, 분양 영업이익률은 23.0%를 기록한 반면, 운영영업이익률은 1.6% 적자로 부진한 모습을 이어갔다.

동사의 지배주주지분 순이익은 121억원 적자를 기록하며 전년도 87억원 흑자에서 적자 전환되었다. 용평리조트는 이자비용(2022년 118억원)이 크다. 동사의 2022년 총차입금 규모는 2,081억원으로 평균이자율 5.7%가 적용되었다.

2 2023년 실적 전망

용평리조트 2023년 1분기
매출액 461억원(+34.9% YoY),
영업이익 77억원(+307% YoY),
영업이익률
16.7%(+11.1%pYoY) 기록

용평리조트의 2023년 1분기 매출액은 461억원으로 전년동기 대비 34.7% 증가했다. 운영수입 매출액이 391억원으로 전년동기 대비 15.4%증가했고, 루송채 콘도 공사가 진행되며 분양수입 매출액이 70억원으로 전년동기 대비 21배 증가했다.

동사의 2023년 1분기 영업이익은 77억원으로 전년동기 대비 307% 증가했으며, 영업이익률도 16.7%로 2022년 1분기 대비 11.1%p 상승했다. 이와 같은 실적 개선은 1) 콘도 공사가 진행되며 분양수입 매출이 급증하고, 2) 1분기 객실 가동률 정상화와 객단가 증가로 운영영업 이익률이 개선되고, 3)스키장 매출이 호조세를 보이며,4) 매출증가에 따른 영업레버리지 효과에 기인했다.

동사의 지배주주지분 순이익은 34억원으로 2022년 1분기 8억원 적자에서 흑자 전환했다.

용평리조트 2023년 매출액
2,165억원(+51.1%YoY),
영업이익
108억원(+597.4%YoY),
영업이익률
5.0%(+3.9%pYoY) 전망

용평리조트의 2023년 매출액을 2,165억원(+51.1%YoY), 영업이익을 108억원(+597.4%YoY), 영업이익률 5.0%(+3.9%pYoY)로 추정한다.

매출액 증가의 주요인은 분양수입 매출액 증가에 기인한다. 루송채 콘도 공사가 진행되며 당사는 올해 동사의 분양수입을 850억원으로 전년대비 442.2% 증가할 것으로 예상된다. 회사 목표치인 1.1천억보다 보수적인 수치이다. 운영수입 매출액은 3% 증가한 1,315억원으로 추정한다.

영업이익률 개선의 주요인은 수익성이 상대적으로 높은 분양수입 매출의 증가와 영업레버리지 효과이다.

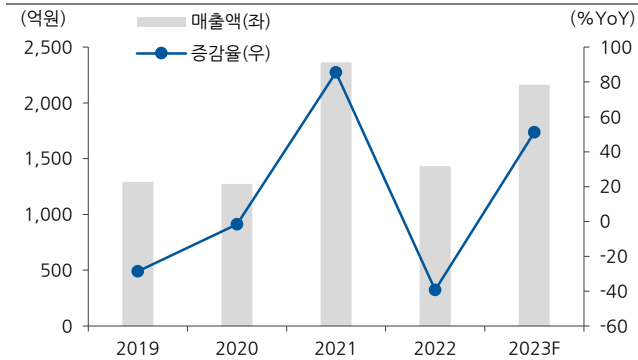
실적 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	1,294	1,274	2,363	1,433	2,165
운영수입	1,173	1,008	1,092	1,277	1,315
분양수입	121	264	1,271	156	850
영업이익	-41	-70	307	16	108
당기순이익	-138	-176	87	-121	-27
%YoY					
매출액	-28.6	-1.6	85.5	-39.4	51.1
영업이익	적전	적지	흑전	-94.9	597.4
당기순이익	적전	적지	흑전	적전	적지
영업이익률	-3.2	-5.5	13.0	1.1	5.0
당기순이익률	-10.7	-13.8	3.7	-8.5	-1.2

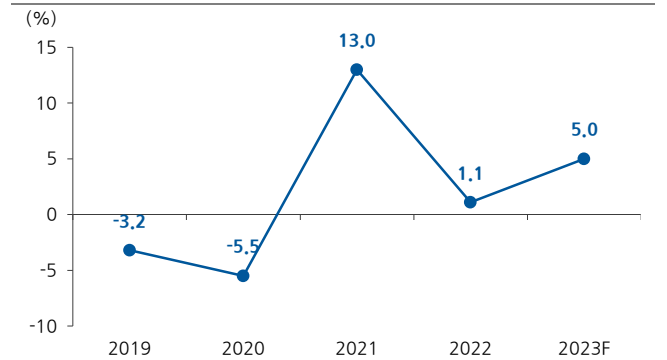
자료: 한국IR협회의 리서치센터

용평리조트 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 용평리조트, 한국IR협회의 기업리서치센터

용평리조트 영업이익률 추이 및 전망



자료: 용평리조트, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

용평리조트 2023년 PBR 0.4배, 역사적 밸류에이션 하단

현재 용평리조트의 2023년 예상 PBR은 0.4배이다. 2016년 상장 후 동사의 주가가 PBR Band 0.4~1.8배범위 내에서 거래되고 있었다는 점을 감안하면, 현재 동사의 주가는 역사적 밸류에이션 하단에 위치하고 있다. 이는 1) 콘도 분양수입의 매출 변동성과 2) 부진한 운영영업이익률에 기인한다.

용평리조트 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

경쟁사와 ROE-PBR 비교 시 저평가 상태는 아님

동사와 같이 리조트 및 호텔 업종의 경쟁 상장사로는 아난티, 강원랜드와 파라다이스가 있다.

강원랜드는 '폐광지역법'에 근거하여 카지노업 및 리조트업을 영위할 목적으로 1998년 설립된 공기업으로, 사업은 카지노사업과 리조트 사업(호텔 및 레저)으로 구성되어 있다. 그러나 매출의 80% 이상이 카지노사업 부분에서 창출되고 있다는 점에서 용평리조트와는 상이한 매출 구조를 가지고 있다. 파라다이스는 1972년에 설립되었으며 1997년 사명이 파라다이스투자개발(주)에서 (주)파라다이스로 변경되었다. 동사의 사업은 크게 카지노, 호텔과 복합 리조트 부문으로 구분되어 있다.

아난티는 사업구조 면에서 용평리조트와 가장 유사하다. 동사의 사업부분은 분양수입(운용 플랫폼 개발 및 분양)과 리조트 운용수입으로 구성되어 있다. 아난티는 아난티남해 골프&스파 복합 리조트, 아난티코드PH(가평)리조트, 아난티코브(아난티 힐튼부산 & 아난티코프PH리조트), 아난티엣강남 호텔, 아난티 클럽 제주 등을 운영 중이다. 프리미엄 리조트로 자리 잡은 아난티는 올해 부산에서 개관한 블라쥬 드 아난티의 실적이 반영되며 매출액과 영업이익의 급증할 것으로 시장에서 기대하고 있다.

용평리조트와 경쟁사의 2023년 예상 PBR을 비교 시, 용평리조트의 PBR이 낮다. 그러나 수익성 지표(ROE)를 감안하면 용평리조트의 밸류에이션이 저평가 상태는 아니다. 용평리조트의 PBR은 0.4배로 아난티의 0.5배 대비 소폭 낮다. 그러나 당사가 추정하는 용평리조트의 2023년 추정 ROE는 -0.7%인 반면, 시장에서 예상하는 아난티의 2023년 ROE로 45.0%로 격차가 크다. 또한 호텔업을 영위하는 강원랜드와 파라다이스와 비교해도 용평리조트의 PBR은 낮지만, ROE 역시 높지 않다. 강원랜드와 파라다이스의 2023년평균 PBR은 0.8배이며 평균 ROE는 5.8%이다.

용평리조트와 경쟁사 재무지표 및 밸류에이션 지표 비교

(단위: 억원, %, 배)

		용평리조트	아난티	강원랜드	파라다이스
주가(원)		3,040	6,550	14,930	12,790
시가총액(억원)		1,463	5,740	31,941	11,725
자산총계 (억원)	2019	8,499	8,460	44,381	34,704
	2020	9,119	11,437	36,416	33,135
	2021	8,415	13,851	38,273	34,718
	2022	8,683	17,348	41,678	35,115
	2023E	8,787	19,535	43,483	34,822
자본총계 (억원)	2019	3,958	3,767	37,177	12,663
	2020	3,778	3,415	32,470	11,444
	2021	3,862	3,775	32,528	12,316
	2022	3,777	5,070	34,154	13,623
	2023E	3,750	7,425	36,066	14,196
매출액 (억원)	2019	1,294	1,427	15,201	9,794
	2020	1,274	1,141	4,786	4,539
	2021	2,363	2,198	7,884	4,145
	2022	1,433	3,253	12,707	5,876
	2023E	2,165	11,139	14,699	9,787
영업이익(억원)	2019	-41	47	5,012	519
	2020	-70	-317	-4,316	-862
	2021	307	597	-527	-552
	2022	16	1,152	2,176	104
	2023E	108	3,268	3,313	1,426
영업이익률(%)	2019	-3.2	3.3	33.0	5.3
	2020	-5.5	-27.8	-90.2	-19.0
	2021	13.0	27.2	-6.7	-13.3
	2022	1.1	35.4	17.1	1.8
	2023E	5.0	29.3	22.5	14.6
당기순이익(억원)	2019	-138	-70	3,347	151
	2020	-176	-393	-2,759	-1,181
	2021	87	189	-106	-525
	2022	-121	310	1,156	253
	2023E	-27	2,814	2,752	523
ROE(%)	2019	-3.5	-2.0	9.2	1.2
	2020	-4.5	-11.0	-7.9	-9.8
	2021	2.3	5.3	-0.3	-4.4
	2022	-3.2	7.0	3.5	2.0
	2023E	-0.7	45.0	7.8	3.8
PER(배)	2019	N/A	N/A	18.9	118.9
	2020	N/A	N/A	N/A	N/A
	2021	27.2	47.6	N/A	N/A
	2022	N/A	18.5	42.9	63.2
	2023E	N/A	2.4	10.5	17.7
PSR(배)	2019	2.2	6.1	4.2	1.8
	2020	1.6	6.0	10.5	3.1
	2021	1.0	4.1	6.5	3.3
	2022	1.2	1.8	3.9	2.7
	2023E	0.7	0.9	2.0	1.1
PBR(배)	2019	0.7	2.3	1.6	1.3
	2020	0.5	2.0	1.5	1.1
	2021	0.6	2.4	1.5	1.0
	2022	0.5	1.1	1.4	1.1
	2023E	0.4	0.5	0.8	0.7
배당수익률(%)	2019	0.0	0.0	3.0	0.5
	2020	0.0	0.0	0.0	0.0
	2021	0.0	0.0	0.0	0.0
	2022	0.0	0.0	1.5	0.0

주: 주가와 시가총액은 2023.07.26 기준, 2023년 용평리조트 수치는 당사 추정치 적용, 이외 경쟁사는 컨센서스 값 적용, 자료:한국IR협의회 기업리서치센터



리스크 요인

리스크 요인은

- 1) 루송채 콘도 공사 지연 및
- 2) 경기침체로 인한 운영수입
매출액 감소 개연성

용평리조트의 리스크 요인은 1) 부동산 경기 악화로 인한 루송채 콘도의 공사 및 분양 진행 지연과 2) 국내 경기 침체로 인해 운영수입 매출액 감소 개연성이 있다.

작년 레고사태로 급격히 얼어붙었던 부동산 PF시장은 정부의 부동산 규제 완화 정책이 적극적으로 시행되며 올해 상반기를 큰 이슈 없이 지나갔다. 그러나 1) 미국 연준의 금리 인상 기조에 대한 불확실성과 2) 제 2금융권의 부동산 PF대출 연체율 급등, 3) 지방중심의 분양실적 저조로 인해 향후 부동산 시장 경기에 대한 불확실성은 지속되고 있다. 용평리조트의 루송채 콘도 공사는 분양 자금으로 진행되고 있다. 회사 측에 따르면, 현재 분양은 원활히 진행되고 있다. 그러나 만약 향후 부동산 시장이 재차 경색된다면 루송채 콘도 공사가 지연되며 동사의 재무구조가 악화될 개연성이 있다. 루송채 콘도의 시공사는 쌍용건설이다.

미국의 경기가 작년말 우려 대비 견조한 모습을 보이며, 세계 경제성장률 전망치는 점진적으로 상향되고 있다. 최근 IMF는 올해 세계 경제성장률 전망치를 3.0%로 기존 전망치 대비 0.2%p 상향했다. 반면, 한국의 경제 성장률은 기존 전망치 대비 0.1%p 하향한 1.4%로 전망했다. 이는 작년 7월 이후 5번 연속 하향 조정한 수치이다. 향후 국내 경기 상황이 추가적으로 더 악화된다면 소비 둔화로 인해 용평리조트의 운영수입 매출액은 예상대비 감소할 개연성이 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,294	1,274	2,363	1,433	2,165
증가율(%)	-28.6	-1.6	85.5	-39.4	51.1
매출원가	1,162	1,183	1,855	1,242	1,836
매출원가율(%)	89.8	92.9	78.5	86.7	84.8
매출총이익	133	91	508	191	329
매출이익률(%)	10.3	7.1	21.5	13.3	15.2
판매관리비	174	161	201	175	221
판매비율(%)	13.4	12.6	8.5	12.2	10.2
EBITDA	136	117	493	193	285
EBITDA 이익률(%)	10.5	9.2	20.9	13.5	13.2
증가율(%)	-67.1	-13.7	321.3	-60.8	47.6
영업이익	-41	-70	307	16	108
영업이익률(%)	-3.2	-5.5	13.0	1.1	5.0
증가율(%)	적전	적지	흑전	-94.9	597.4
영업외손익	-133	-169	-200	-128	-124
금융수익	26	5	53	27	28
금융비용	133	139	137	121	120
기타영업외손익	-27	-34	-115	-34	-32
종속/관계기업관련손익	0	0	-1	-18	-18
세전계속사업이익	-175	-238	106	-130	-33
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
법인세비용	-37	-62	20	-9	-7
계속사업이익	-138	-176	87	-121	-27
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-138	-176	87	-121	-27
당기순이익률(%)	-10.7	-13.8	3.7	-8.5	-1.2
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
지배주주지분 순이익	-138	-176	87	-121	-27

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	236	509	-115	253	406
당기순이익	-138	-176	87	-121	-27
유형자산 상각비	173	182	181	173	172
무형자산 상각비	4	4	5	5	5
외환손익	12	0	46	24	0
운전자본의감소(증가)	102	357	-651	43	148
기타	83	142	217	129	108
투자활동으로인한현금흐름	-205	-329	-301	-195	-270
투자자산의 감소(증가)	0	0	-4	-4	4
유형자산의 감소	5	6	7	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-114	-196	-201	-118	-200
기타	-96	-139	-103	-73	-74
재무활동으로인한현금흐름	-135	48	52	-55	-157
차입금의 증가(감소)	-17	80	177	-10	-20
사채의증가(감소)	0	0	-3	0	-20
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-34	0	0	0	0
기타	-84	-32	-122	-45	-117
기타현금흐름	0	0	0	0	-3
현금의증가(감소)	-104	228	-365	3	-24
기초현금	597	492	721	356	359
기말현금	492	721	356	359	335

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,088	1,671	1,009	1,364	1,465
현금성자산	492	721	356	359	335
단기투자자산	114	248	359	408	509
매출채권	209	177	243	302	287
재고자산	160	396	13	227	261
기타유동자산	112	130	37	68	71
비유동자산	7,411	7,448	7,406	7,318	7,322
유형자산	7,272	7,308	7,179	7,002	7,030
무형자산	118	118	114	113	113
투자자산	7	3	25	77	73
기타비유동자산	14	19	88	126	106
자산총계	8,499	9,119	8,415	8,683	8,787
유동부채	2,233	3,467	2,014	2,376	2,442
단기차입금	1,150	1,150	1,350	1,340	1,340
매입채무	17	4	15	22	33
기타유동부채	1,066	2,313	649	1,014	1,069
비유동부채	2,309	1,874	2,539	2,530	2,594
사채	345	0	353	379	359
장기차입금	26	99	77	39	39
기타비유동부채	1,938	1,775	2,109	2,112	2,196
부채총계	4,542	5,341	4,552	4,906	5,036
지배주주지분	3,958	3,778	3,862	3,777	3,750
자본금	2,407	2,407	2,407	2,407	2,407
자본잉여금	180	180	180	180	180
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	2	-3	1	17	17
이익잉여금	1,369	1,193	1,275	1,173	1,146
자본총계	3,958	3,778	3,863	3,777	3,750

주요투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
P/E(배)	N/A	N/A	27.2	N/A	N/A
P/B(배)	0.7	0.5	0.6	0.4	0.4
P/S(배)	2.2	1.6	1.0	1.2	0.7
EV/EBITDA(배)	30.1	25.3	7.5	15.6	9.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-287	-365	180	-252	-55
BPS(원)	8,222	7,848	8,025	7,847	7,792
SPS(원)	2,689	2,647	4,910	2,977	4,498
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	-3.4	-4.5	2.3	-3.2	-0.7
ROA	-1.7	-2.0	1.0	-1.4	-0.3
ROIC	-1.1	-1.6	3.9	0.2	1.4
안정성(%)					
유동비율	48.7	48.2	50.1	57.4	60.0
부채비율	114.7	141.4	117.9	129.9	134.3
순차입금비율	30.3	24.3	35.3	34.8	31.9
이자보상배율	-0.3	-0.6	2.3	0.1	0.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
매출채권회전율	6.1	6.6	11.3	5.3	7.3
재고자산회전율	8.8	4.6	11.6	11.9	8.9

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.