



아난티 (025980)

2023년 11월 29일

귀티, 부티, 아난티.

ANANTI, 국내 유일 럭셔리 리조트 플랫폼

2024E BPS 9,240원에 Target PBR 0.64x를 곱한 12,700원을 목표주가로 제시한다. 국내 럭셔리 리조트 시장에서 헤게모니를 장악한 동사는 운영 매출을 통한 지속적 이익 체력까지 확보하는 국면에 도입했다. 완벽한 선례이자, 동사의 유일한 Peer인 Resorttrust.Inc와 달리 젊은 층이 주도하는 성장, 태동하기 시작한 산업에서 1등 플레이어로 지속해서 성장할 기업, 바로 아난티다.

ANANTI는 어떻게 고유명사가 되었는가

럭셔리는 모두가 원하지만 누구나 가질 수 없다. 소득 수준을 막론하고 럭셔리에 대한 수요가 정점을 향하고 있는 지금, 럭셔리 리조트 시장에서 독보적인 지위를 보유하고 있는 동사의 위상은 더욱 강력해질 것이다. 그 와중에도 Top-line과 Bottom-line 측면에서 동사는 견조한 실적을 보여주고 있다. 이는 분양, 매매, 운영의 선순환을 구축한 동사의 유일무이한 사업 구조에서 나온 것이다. 계획된 신규 개발 분양 물량과 이에 수반되는 운영 매출은 동사의 성장을 필연적으로 만든다.

ANANTI, 이제는 성장성과 안정성의 고유명사로

올해 2분기, 말도 안 되는 실적 서프라이즈를 기록한 배경에는 회원권 분양 사업 모델이 존재한다. 브랜드 파워를 방증하는 회원권 매매가 상승을 기반으로, 회원권 분양가는 꾸준히 상승하고 있다. 높아진 분양가로 압도적인 매출과 영업이익률을 보여준 동사는 신규 회원권 분양 물량이 매년 계획되어 있어, 지속적으로 성장할 수밖에 없다. 또한 분양 사업의 성장을 후행하던 운영 부문의 매출에서 변화의 조짐이 보이고 있다. 다양한 지표들은 운영 매출의 성장을 가리키고 있고, 회원제 위주의 사업을 영위했던 동사는 퍼블릭 비중 확대라는 승부수를 두었다. 운영 수익으로 분양에 투자하는 선순환을 기반으로 체질개선을 하고 있는 동사는 분양의 성장성과 운영의 안정성, 두 마리의 토끼를 잡은 채로 필히 성장을 이뤄낼 것이다.

추정 연결포괄손익계산서 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	142,704	114,059	219,820	325,346	866,524	210,292	370,055
YoY(%)	-12.0%	-20.1%	92.7%	48.0%	166.3%	-75.7%	76.0%
매출원가	83,192	76,874	96,521	125,771	558,006	117,164	179,169
매출총이익	59,512	37,185	123,299	199,575	308,518	93,128	190,885
GPM(%)	41.7%	32.6%	56.1%	61.3%	35.6%	44.3%	51.6%
판매비와관리비	54,801	68,909	63,568	84,352	89,967	81,706	93,152
영업이익	4,710	(31,724)	59,731	115,223	218,551	11,422	97,733
OPM(%)	3.3%	-27.8%	27.2%	35.4%	25.2%	5.4%	26.4%
기타손익	(14,166)	(4,779)	2,100	(55,267)	(1,144)	(673)	(746)
금융손익	5,912	(13,327)	(39,002)	(1,506)	(25,886)	(25,643)	(25,643)
지분법손익	86	88	661	4	83	-	-
세전순손익	(3,458)	(49,742)	23,490	58,453	191,604	(14,894)	71,344
법인세비용	4,522	(4,947)	6,808	24,466	24,466	-	10,425
당기순손익	(7,980)	(44,795)	16,682	33,987	167,138	(14,894)	60,920
NPM(%)	-5.6%	-39.3%	7.6%	10.4%	19.3%	-7.1%	16.5%
가중평균자본	348,960	359,109	359,505	442,235	580,558	654,165	669,730
ROE(%)	-2.3%	-12.5%	4.6%	7.7%	28.8%	-2.3%	9.1%

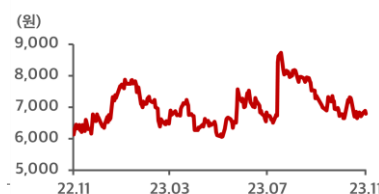
Rating

Buy

목표주가: 12,700 원
현재주가: 6,520 원
상승여력: 95%

12M 추가추이

시가총액 5,969 억원



B/S data (TTM)

자산 총계 15,581 억원
부채 총계 8,414 억원
자본 총계 7,166 억원

Earning data (TTM)

PER 4.93x
PBR 1.03x
EV/EBITDA 3.3x
BPS 7,178 원

주요 주주

중앙디앤엘 11.47%
대명디앤엘 11.08%
이만규 외 2인 7.49%

SMIC 3 팀

팀장 47기 김우주
팀원 47기 김예준
48기 김규민
48기 백상원
48기 허정민

CONTENTS

1. 아난티는 어떻게 고유명사가 되었는가	03
2. 아난티, 이제는 성장성과 안정성의 고유명사로 - 투자포인트	08
3. Valuation - Peer PBR Method	15
Appendix	

1. 아난티는 어떻게 고유명사가 되었는가

1.1. 아난티라 쓰고 럭셔리라고 읽는다

총체적 휴양 경험 제공으로 상승하는 브랜드 가치

동사는 기존의 삶에서 벗어난 총체적인 휴양 경험을 제공한다. '플랫폼'이라고 불리는 동사의 리조트 중에는 회원들만 입장할 수 있는 곳이 있고, 이를 통해 동사는 포스트 코로나 시대 공간 밀집을 지양하는 여행 트렌드를 선도한다. 동사의 플랫폼들은 지역에 맞춘 각기 다른 컨셉을 보여준다. 각기 다른 럭셔리 경험과 누구나 가질 수 없는 자격이기에 동사의 브랜드 가치는 더욱 빛난다. 회원임에도 객실 예약이 어렵다는 후기들은 동사의 높은 인기를 실감하게 한다.

'Instagramable', 럭셔리에 대한 수요 확산

럭셔리에 대한 수요는 상대적으로 소득이 적은 집단으로까지 확산되었다. 인스타그램에 아난티와 관련된 해시태그를 검색하면 40만개에 육박하는 게시물을 확인할 수 있다. 자신의 '순간'을 보여주는 SNS는 일상을 벗어난 특별한 경험을 매 순간 갈구한다. 하지만 이는 '아무 데나' 가는 것만으로는 달성될 수 없는 가치다. 더 비싼 비용을 지불하더라도, 더 예쁜 사진을 찍을 수 있는 곳, 즉 'Instagramable'한 곳으로만 달성될 수 있다. 동사는 이런 소비자들의 욕구를 충족시키기 위해 비회원도 일부 아난티 시설에 접근할 수 있는 예약 시스템을 갖추고 있다.

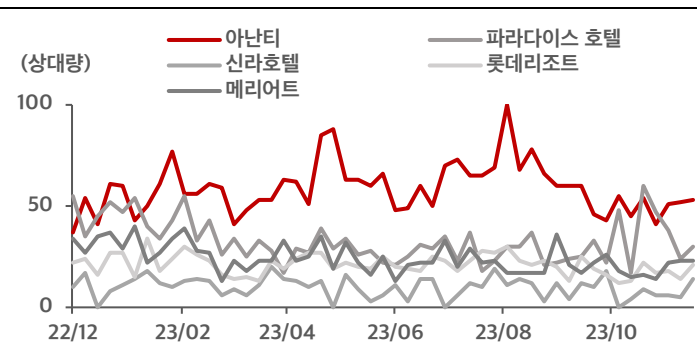
아난티에 대한 팬덤이 형성되어 실구매로 이어진다

국내 최대 직장인 커뮤니티인 블라인드에서도 확인할 수 있듯이, 소비자들의 일회성 방문은 이후 회원권 구매로까지 이어지기도 한다. 평균 소득의 직장인임에도 동사의 회원권을 구매하는 수요가 존재한다는 것은 럭셔리에 대한 수요가 고소득층의 전유물이 아님을 방증한다. 이는 동사를 동경하는 일종의 팬덤이 형성되는 과정으로 볼 수 있다. 높은 가격에도 불구하고 실제 구매로 이어지는 직장인들의 후기들은 럭셔리에 입문할 수 있는 자격을 부여하는 동사 회원권의 지위와 투자 수단으로써의 가치를 실감하게 한다.

동사의 P를 꾸준히 상승시키는 BM의 선순환

럭셔리한 브랜드 가치는 고소득층의 분양 수요를 상승시키고 분양가 상승으로 이어진다. 거듭해서 상승하는 브랜드 가치는 상대적으로 소득이 적은 사람들이 회원권을 사는 이유가 된다. 이와 더불어 2차 거래를 통해 지속적으로 상승하는 매매가는 투자 목적의 수요를 촉진함과 동시에 분양가 상승의 명분이 된다. 또한, 운영 매출을 발생시키는 비회원 숙박으로 분양이 없는 시기의 매출액을 유지하고, 이렇게 유입되는 이들은 향후 잠재적 분양자들이 된다. 럭셔리 브랜드 가치로 촉발된 분양과 매매, 그리고 운영의 순환은 동사의 P가 지속적으로 상승할 수 있는 기반이다.

그림 1-1. 럭셔리 리조트 구글 트렌드 비교



출처: Google Trends, SMIC 3팀

그림 1-2. 블라인드 아난티 회원권 관련 글



출처: Blind, SMIC 3팀

1.2. 아난티가 걸어온 길

피혁 가공 기업에서
럭셔리 리조트
개발 기업으로

동사는 87년 피혁을 가공해 제품으로 판매하는 한선물산으로 설립되어 96년 코스닥에 상장했다. 04년 중앙관광개발에 인수된 후 상호를 에머슨퍼시픽으로 변경하고 업종을 골프장 레저사업 및 관광숙박업으로 전환했다. 06년에는 첫 리조트인 아난티 남해를 오픈했고, 08년에는 금강산 리조트를 오픈했지만 한국인 피격사건으로 운영이 잠정 중단되었다. 16년과 17년에는 차례로 아난티 코드와 코브를 오픈했고, 22년 아난티 옛 강남, 23년 빌라주 드 아난티를 오픈하며 국내 럭셔리 리조트의 정점을 찍고 있다.

리조트 개발 산업의
근본적인 리스크

통상 리조트산업은 사업 위험성이 크다고 평가된다. 리조트 개발에 들어가는 투자 규모가 크고 일정 규모 이상의 시설이나 기반시설 정비가 필요한 장치형 산업이기 때문이다. 수요가 불확실하기 때문에 지속적인 투자도 필요하다. 사업 초기에 대규모 투자가 이뤄져야 하고 금융비용, 감가상각비, 인건비 및 고정비 부담이 크다. 사업이 뿌리내리고 경쟁 리조트와 차별화를 이루기 위해서는 지속적인 투자와 시설 대체가 필요하기 때문이다. 이런 이유로 리조트 산업은 손익 분기점을 달성하기까지 다른 산업보다 오랜 기간이 걸린다.

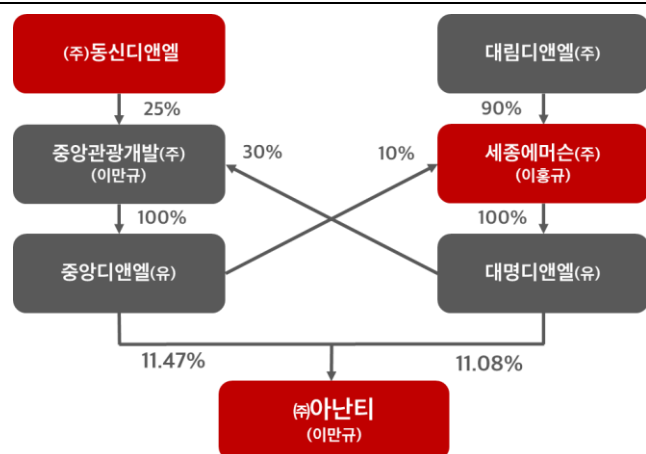
리스크를 극복하고
수익성 개선 및
현금 창출에 성공

하지만 동사는 05년 아난티 남해와 금강산 아난티 분양을 동시에 성공시키며 사업자금을 초기에 빠르게 회수했다. 두 사업을 한 번에 진행하는 만큼 위험이 컸지만 결과적으로 사업은 성공했고, 공통 비용을 절감해 이익을 개선할 수 있었다. 이후 안정적인 운영 매출을 토대로 개발과 투자를 동시에 수행하여 사업의 영속성도 확보할 수 있었다. 이를 통해 도출한 성공의 공식은 이후 아난티 코드와 코브/힐튼, 아난티 제주와 빌라주 드 아난티를 개발할 때도 적용되었다.

심상치 않은
동사의 지배구조

현재 동사 지배구조는 지주사가 다층인 옥상옥 구조다. 그리고 그 중심에는 피혁기업서 리조트 운영업으로 극적인 변화를 이루어 낸 중앙관광개발이 있다. 04년 지분 40%를 소유한 대주주 이만규를 필두로 최대 주주로 올라선 중앙관광개발은 05년부터 이만규의 아버지 이종명이 30% 지분을 소유하고 있던 세종에머슨에게 동사의 지분을 매각하기 시작했다. 지분 매각 이외에도 대명개발은 자체적으로 동사의 지분을 매수했고, 그 결과 현재의 11.08%에 이르렀다. 이후 09년, 중앙관광개발과 대명건설은 각각 유한회사인 중앙디앤엘과 대명디앤엘로 물적분할했다.

그림 1-3. 동사 지배구조 현황



출처: DART, 언론 종합, SMIC 3팀

그림 1-4. 동사 보유 리조트 현황

리조트 명	이용 가능 고객	오픈일	객실 수
아난티 남해	회원 + 일반	06/10	171실
아난티코드(가평)	회원 Only	16/03	76실
아난티코브(기장)	회원 Only	17/07	218실
힐튼 부산	회원 + 일반	17/07	310실
아난티 옛 강남	회원 + 일반	22/06	112실
아난티 클럽 제주	회원 + 일반	22/08	52실
빌라주 드 아난티	회원 Only	23/07	282실
아난티 옛 부산	회원 + 일반	23/07	110실
레이크 드 아난티	회원 Only	2025E	50실
빌라주 드 아난티 제주	회원 + 일반	2026E	345실

출처: 동사, SMIC 3팀

1.3. 아난티 분양의 핵심, 회원권

동사의
주요 매출원,
분양과 운영 부문

현재 아난티의 사업은 분양과 운영 부문으로 구성되어 있다. **분양 매출은 골프장, 콘도미니엄 등을 짓고 회원권 형태로 일부 지분을 고객에게 팔아 발생하고, 운영 매출은 호텔, 콘도미니엄, 골프장 등에 대한 일시적인 숙박을 통해 발생한다.** 현재 동사는 7개의 리조트 및 호텔, 2개의 골프장을 직접 운영하고 있다. 23년 3분기 기준 동사의 매출액 중 83.5%가 분양을 통해 발생하는 만큼 **회원권에 대해 이해하는 것은 동사의 사업 구조를 이해하는 데 필수적이라고 할 수 있다.**

예약이 가능함에도
회원권을 굳이
구매하는 이유

고객은 회원권을 한 번 구입함으로써 해당 브랜드에 포함된 여러 지역의 숙박 시설들을 이용할 수 있게 된다. 그렇다면 단순히 숙박을 원하는 사람은 회원권을 구매하지 않아도 객실 및 제반 시설을 이용할 수 있는 운영 방식이 있는데 **왜 굳이 많은 돈을 들여 회원권을 구매하는 것일까?** 이는 비회원을 이용할 수 없고 오직 회원만 이용할 수 있는 시설이 존재하기 때문이다.

등기제 VS 회원제
① 계약 형태

회원권은 크게 등기제와 회원제로 나뉜다. 두 제도의 가장 큰 차이점은 계약 형태인데, **회원제가 만기를 갖는 일종의 보증금 납입 계약인 입회계약을 맺는다면, 등기제는 지분 소유권 취득 계약을 맺고 지분에 대한 등기 이전을 하게 된다.** 이와는 별개로 등기제와 회원제 모두 시설 유지 및 관리를 위한 계약을 따로 맺게 되며, 해당 계약 역시 일정 기간의 만기를 갖는다.

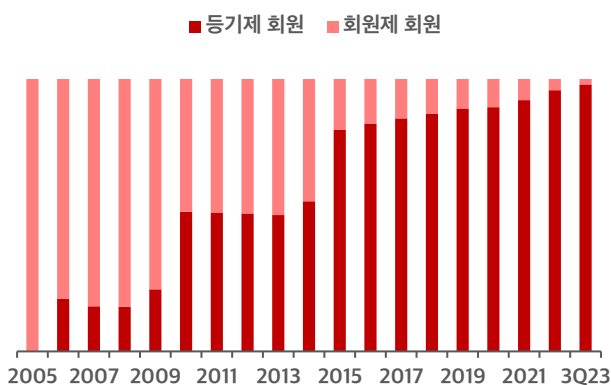
등기제 VS 회원제
② 회계 처리 방식

따라서 회원제의 납입 금액은 보증금 성격을 갖게 되고, 만기가 도래해 계약 연장을 하지 않게 되면 전액 반환된다. 즉, **등기제는 일종의 매매이고 회원제는 전세라고 볼 수 있다.** 회계처리 방식에도 두 제도의 차이는 존재한다. **회원제의 경우 입회금 납입시 회원보증금으로 비유동성 부채 처리하고 회원제 해당분 토지/건물은 유형자산으로 처리 후 감가상각하게 된다.** 이 경우 보증금을 계약기간에 따라 안분하여 인식하게 된다.

등기제 전환의
수익성 개선 효과

만약 **회원제가 등기제로 전환되는 경우, 부채로 인식되었던 보증금이 줄고 해당분이 매출액으로 인식된다.** 중요한 것은, **매출액에 반영되는 부분이 나눠서 인식되지 않고 한번에 인식되며, 과거 대비 상승한 현재의 분양가를 반영한 회원권이라는 것이다.** 하지만 원가는 취득시점의 원가를 반영하기에 회원제에서 등기제로 전환될 때 **영업이익률은 상승할 수밖에 없다.**

그림 1-5. 등기제 및 회원제 회원 비중 추이



출처: DART, 동사, DART, SMIC 3팀

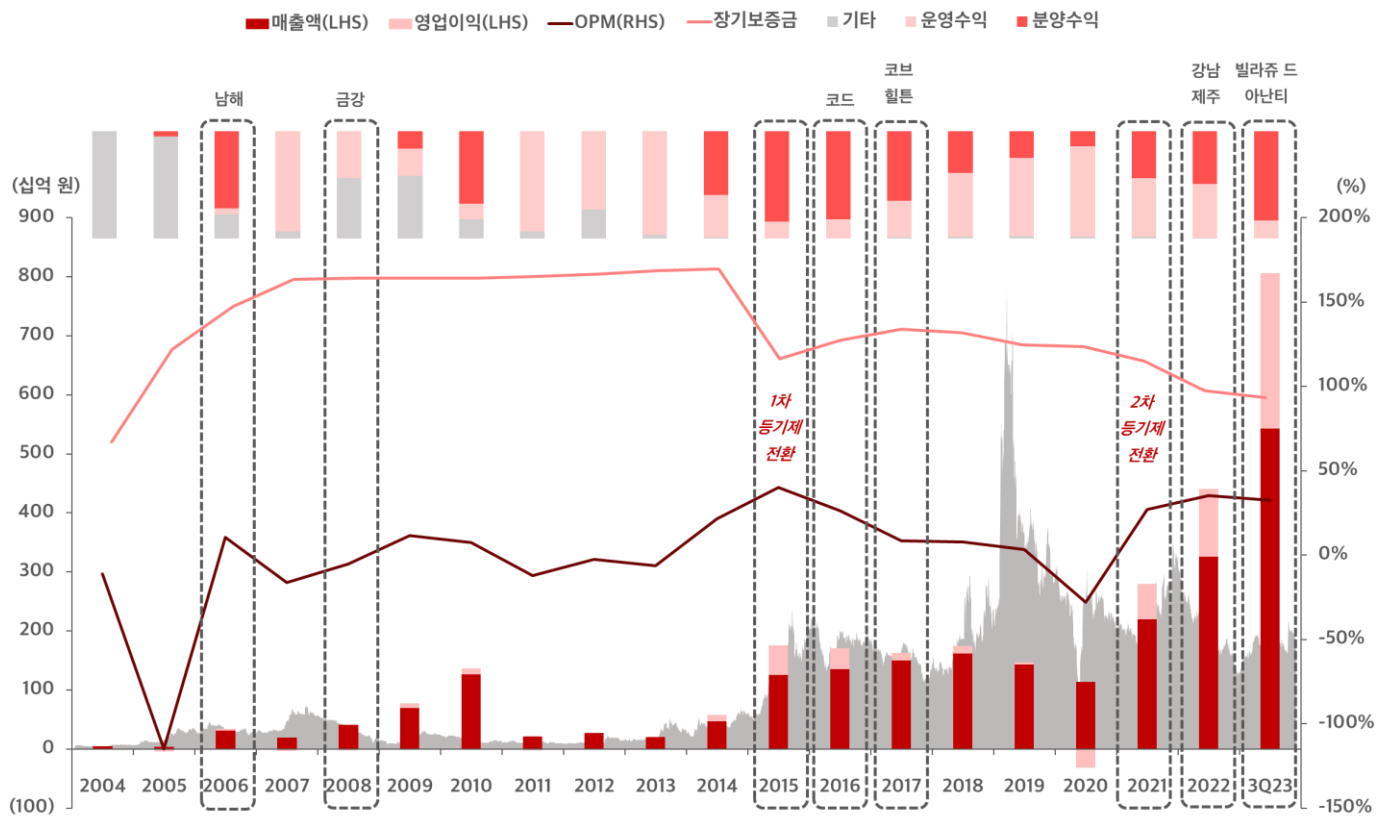
그림 1-6. 등기제 및 회원제 비교

	등기제	회원제
계약 형태	지분 소유권 취득 계약: 영구	입회 계약: 20년
	시설 유지 관리 계약: 20년	
소유권	안정적인 채권 확보	채권 변제 후순위
세율	지방세율 4.6%	지방세율 2.2%
만기 시	만기 시 시설유지관리 계약만 연장	만기 시 재계약
회계 처리	분양 대금: 분양 매출	보증금: 비유동성 부채
	공사 잔여기간에 따라 안분 *회원제→등기제 전환 시 한번에 인식	계약기간에 따라 안분

출처: 언론 종합, SMIC 3팀

1.4. 누구보다 잘 해온 아난티, 이제는 인정받을 때

그림 1-7. 동사 건설 연혁 및 실적 추이



출처: KRX, DART, SMIC 3팀

1.4.1. 수익성 극대화를 위한 전략

등기제 변경으로
실제 체질 개선에
성공한 동사

실제로 아난티는 기존 회원제가 등기제 방식으로 변경될 때 대규모의 부채 비율 개선과 영업이익률 개선을 이뤄냈다. 05년 분양을 시작한 아난티 남해 회원제의 첫 만기가 도래하는 15년, 동사의 영업이익률은 21.5%에서 40%로 상승했고, 부채비율은 581.2%에서 95.6%로 감소했다. 회원제 납입 금액을 의미하는 장기보증금은 17년까지 증가했지만, 18년 이후부터 회원을 오로지 등기제 방식으로만 모집하며 장기보증금은 지금까지 감소하고 있다.

체질 개선은
우연이 아닌
의도한 전략의 결과

장기보증금의 증감 추세와 새로운 리조트 오픈 시기를 비교해보면 동사의 수익성 극대화 전략을 알 수 있다. 가장 먼저 분양을 받았던 아난티 남해와 금강 회원제 회원들의 대규모 등기제 전환에 맞추어 15년 아난티 코브와 코드의 분양을 시작했고, 이는 영업이익률을 2배 가까이 상승시켰다. 등기제 전환으로 수익성을 개선함과 동시에 새로운 매출액을 창출할 수 있었기 때문이다.

수익성 개선 전략:
등기제 전환과
새 분양을 동시에!

또한, 11년부터 시작됐던 장기보증금의 증가로 확인할 수 있는 새로운 회원권들의 만기는 21년부터 도래했다. 이에 동사는 22년 오픈할 아난티 옛 강남과 아난티 제주의 분양을 21년부터 시작함으로써 기존 회원제 회원들의 등기제 전환과 새로운 등기제 회원들의 추가를 통해 마이너스였던 영업이익률을 상승시킬 수 있었다. 즉, 장기보증금의 감소는 등기제로의 전환을 의미하고, 해당 전환 시기 분양 매출의 비중과 영업이익률은 동시에 상승했다.

1.4.2. 본업에 충실하지만, 반응하지 않는 주가

부채 관리를 통해
부동산 이슈에서도
자유로운 동사

더불어 동사는 **부채비율 관리에도 심혈을 기울이고 있다**. 부동산 개발업을 영위하는 시행사들의 부채비율 평균 추이와 동사의 부채비율 추이를 확인해 보면, 회원제에서 등기제로 전환되는 15년 부터 두 수치가 역전됨을 볼 수 있다. 아난티는 **기존 회원제가 등기제 방식으로 변경될 때 대규모의 부채 비율 개선과 영업이익을 개선을 이뤄냈다**. 또한, 가장 최근 분양되었던 빌라주 드 아난티의 경우 중도금 상환에 총력을 기울였다. 그 결과 **PF 조기 상환이라는 결과를 달성하여 22년 4분기 239.7%였던 부채비율을 117.4%로 낮출 수 있었다**.

일회성의 분양을
상쇄해주는
운영 수익

분양으로 발생하는 매출액은 새로 리조트를 지은 후 주로 일어나기에 일회성에 머문다. 이를 **상쇄해주는 것이 운영 매출이다**. 회원으로 등록되지 않은 소비자들이 짧은 기간 머물며 숙박비를 지불하는 운영 매출은 고객 당 단가는 크지 않지만, **높은 Q로 분양과 맞먹는 수준의 매출액을 꾸준히 가져다준다**. 실제로 분양 수익은 개발 스케줄에 따라 발생하지 않은 해도 있었고 부침을 많이 경험해왔지만 **운영 매출은 꾸준히 상승세를 보여왔다**.

피어 대비
가장 좋은
현금창출능력

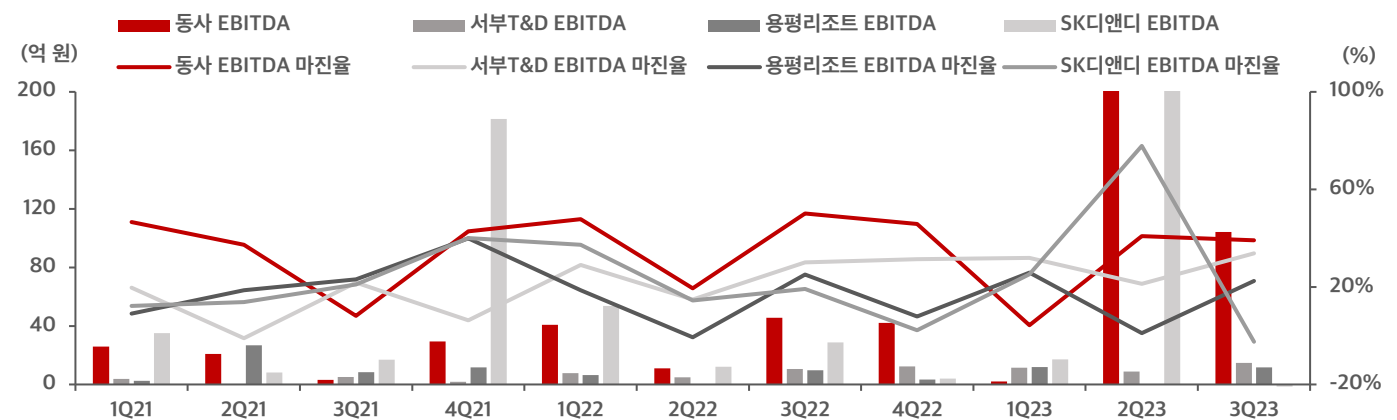
동사는 국내에서 건설 프로젝트를 기획하고 분양에 따른 매출액을 인식한다는 점에서 **시행사와 비슷한 사업 구조를 형성하고 있다**. 이에 국내 시행사인 서부T&D, SK 디앤디와, 같은 리조트 사업을 영위하고 있는 **용평리조트**를 피어로 현금창출능력을 비교하면, 동사는 매우 준수한 모습을 보인다. 21년 1분기부터의 EBITDA 마진을 비교에서 동사는 세 개의 분기를 제외하고 **가장 우수한 현금창출능력을 보여주고 있다**.

실적과
반비례하는
주가 추이

그럼에도 동사의 주가는 실적과 동행하지 않는 모습을 보인다. 대규모 등기제 전환이 일어났던 15년 이후, 실적은 계속해서 악화되었지만 주가는 오히려 신고가를 기록했다. 반면, 20년 이후 역대급 실적을 경신하고 있지만 주가는 이와 반대로 하강하는 추세를 보이고 있다. 잘 벌어왔고, 잘 벌 수밖에 없는 동사에게 유일하게 남은 의문은 복잡한 지배구조에 따른 불확실성이다.

따라서 이후 투자포인트에서는 동사의 독자적인 사업 구조를 통해 계속될 성장을 규명하고, 지배구조상의 문제점을 분석해 이를 온전히 주가에 반영시키기 위한 전략을 제시하고자 한다.

그림 1-8. 부동산 개발 기업 EBITDA 및 EBITDA 마진을 비교



출처: DART, SMIC 3팀

2. 아난티, 이제는 성장성과 안정성의 고유명사로 - 투자포인트

2.1. 매력적인 아난티의 BM

2.1.1. 회원권 구조

동사의 BM
→ 어닝 서프라이즈

올해 2분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 YoY 767%, 3,484% 상승했다. 빌라주 드 아난티 부산의 건설 규모를 통해 매출액의 Cap은 가능할 수 있었으나, 85%라는 압도적인 분양률은 시장의 컨센서스를 상회해냈다. 이러한 서프라이즈의 배경에는 동사의 차별적인 BM이 존재한다.

회원권 종류 및 구조

동사 BM의 차별성을 파악하기 위해서, 회원권에 대한 이해가 선행되어야 한다. 회원권은 혜택에 따라 펜트하우스 회원권과 프라이빗 레지던스 회원권으로 구분된다. 펜트하우스 회원권은 전 객실 이용이 가능한 반면, 프라이빗 레지던스 회원권은 일부 작은 객실만 이용 가능하다. 이에 수반하여 펜트하우스 회원권의 가격은 프라이빗 레지던스 회원권에 비해 3배 이상 비싸며, 가입 주체는 개인 기명/무기명과 법인 기명/무기명으로 나뉜다.

분양 선납 비율↑
→ 무료 객실 일수↑

상술하였듯이, 동사는 소비자에게 회원권을 분양하는 사업을 영위한다. 분양금의 납입 방식은 선납 비율에 따라 3가지가 존재한다. 구체적으로 회원권 분양가의 30%, 65%, 90%를 선납하고 완공 후 남은 비용을 지불하는 형식이다. 선납 비율이 높을수록 더 많은 무료 객실 사용 일수를 부여해, 소비자에게 더 높은 선납을 독려한다.

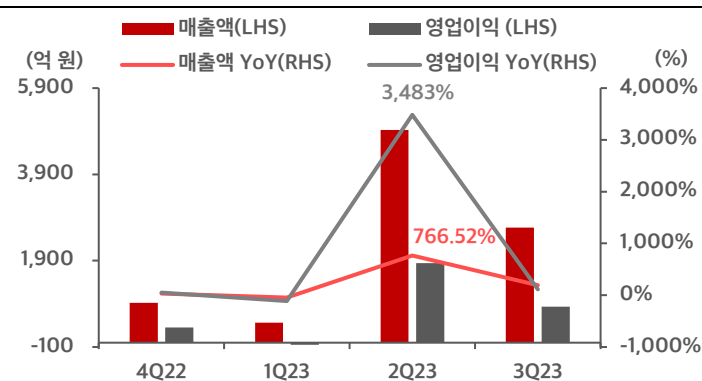
빠른 구매 시기
→ 할인율↑

또한 동사는 시기에 따라 회원권 가격에 할인을 부여하는데, 이는 동사와 소비자 간 입장 차이가 존재하기 때문이다. 동사의 입장에서 최대한 빨리 회원권 분양을 매진시켜 자금을 조달해야 하고, 고객은 전체 시설물이 완공되고 결과물이 만족스러울 때 구입하길 원한다. 따라서 회원권 구매 시기가 이룰수록 할인율을 크게 해, 소비자가 더욱 빨리 회원권을 소유하도록 유도한다.

현금 회수량은
회원권 가격이 결정

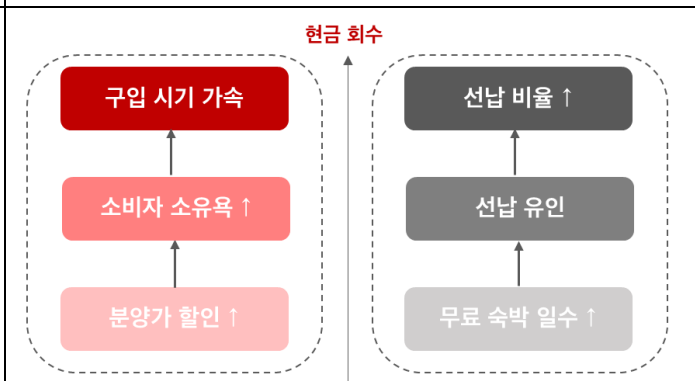
이처럼 동사는 회원권 판매에 있어 현금 회수를 중요시하고 있다. 이를 결정하는 회원권의 가격은 크게 분양가와 매매가로 나눌 수 있다. 두 가격은 서로 상호작용하며 동사 매출액에 영향을 미치기에 주요한 개념이다. 동사의 사업 모델 속에서 회원권의 분양가와 매매가가 어떤 역할을 하고 있는지 자세히 알아보자.

그림 2-1. 매출액, 영업이익, YoY 추이



출처: 동사, SMIC 3팀

그림 2-2. 회원권 현금 회수 구조



출처: SMIC 3팀

2.1.2. 분양가

분양 매출은
객실 수, 구좌 수,
분양가로 결정

분양가는 동사의 분양 사업 부문의 가격을 의미하고, **분양 사업의 매출을 결정하는 가장 중요한 요소**이다. 구체적으로 회원권 분양가는 동사가 **최초 계약자에게 회원권을 판매하는 가격**으로, 주로 새로운 리조트 준공 전까지 판매가 이뤄진다. 동사는 한 객실을 17명이 소유하는 17구좌 방식의 등기제로 회원권을 판매한다. 즉 동사의 **분양 매출은 객실의 수, 구좌 수, 분양가의 곱**으로 결정된다. 객실과 구좌 수의 증가는 회원권 구매 가능 인원의 상승으로 이어지기 때문에 매출액은 증가하게 된다.

분양가는
분양 매출의 핵심

그러나 **분양 매출**에 있어, 객실과 구좌 수보다 **분양가가 더욱 중요하다**. 객실 수의 증가는 전체 **회원권 분양량을 감소**시키고, 더 넓은 부지 면적을 필요로 해 **비용 상승을 야기**시킬 수 있다. 이에 동사는 객실 수를 제한하며 신규 리조트를 건설하고 있다. 또한 **구좌 수가 증가**할 시 객실을 소유하는 회원들이 많아지기에 **회원들의 이용에 제약**을 줄 수 있다. 이에 맞게 동사의 17구좌는 최대 구좌 수로, 설립 이후부터 지속적으로 17구좌를 유지하고 있다. 따라서 **분양가**는 제반 시설 및 비용의 변화 없이 가격을 조절할 수 있기에, 동사의 **분양 사업 모델에서 가장 핵심**이다.

2.1.3. 매매가

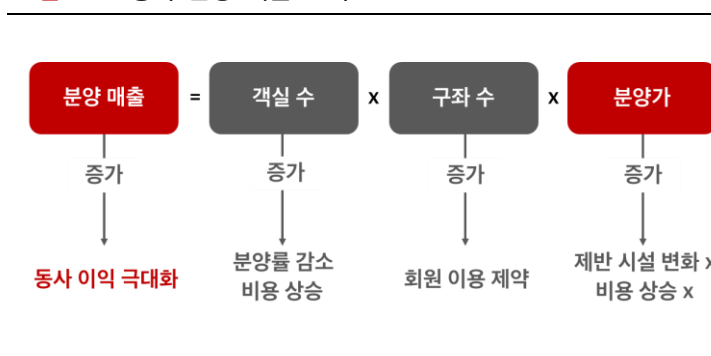
회원권 매매는
버틀러와 장외거래
방식이 존재

회원권을 취득하는 데 있어 분양으로 회원권을 구입하는 방식 이외에, **기존 회원권을 매매하는 방법이 존재**한다. 매매 방식이 이뤄지는 이유는 분양 방식이 신규 리조트 건설 시에만 매입할 수 있어 항상 구매할 수 없기 때문이다. **매매 방식**은 회원권의 **최초 구매 이후** 이뤄지는 **2차 거래**로 중고 거래와 유사하다. **회원권의 매매는 버틀러와 장외거래를 통해** 이뤄진다. 동사 소속 직원인 버틀러가 회원권 매수 및 매도를 진행해 거래를 도와주며, **버틀러를 통한 매매**는 향후 지어질 리조트에 대한 권리를 얻을 수 있어 **지속적인 혜택 확대**가 가능하다.

버틀러 방식으로
주로 매매

장외거래는 **사설업체를 이용해 회원권을 매매**하는 방식으로, 빠른 거래가 가능하여 급매에 장점을 가지고 있다. 장외거래를 통해 매매가 이뤄진 회원권은 이후 버틀러를 통해서 거래를 진행할 수 없기에, 지속적으로 장외에서 거래되어야 한다. 그러나 **장외거래는 새로 지어지는 리조트에 대한 이용 권리를 얻을 수 없기 때문에, 버틀러를 매개로 하는 회원권 거래가 주 매매 방식**이다. 매매가는 버틀러를 통해 이뤄진 매매에서의 회원권 가격을 의미하고, 분양가와 밀접한 관계를 가진다.

그림 2-3. 동사 분양 매출 모식도



출처: SMIC 3팀

그림 2-4. 회원권 거래 종류별 특징

	1차 거래		2차 거래	
	분양	버틀러	장외거래	
판매 주체	동사	소유자	소유자	
거래 중개	동사	동사	사설업체	
신설 리조트 이용 권리	권리 보유	권리 보유	권리 미보유	

출처: SMIC 3팀

2.2. 회원권 가격에 진심인 아난티

매매가는 분양가의
상한선으로
차익은 투자수익

결론부터 말하자면, 동사 **회원권의 매매가는 분양가의 상한선으로, 매매가의 상승은 동사가 분양가를 올릴 수 있는 명분이 된다.** 매매가가 상승하게 되면, 분양가의 상승 여력이 더 커지게 되고 이는 분양가 상승에 따른 동사의 부담을 덜어 분양가를 증가시킬 요인으로 작용한다. 또한 **매매가와 분양가의 차익은 투자수익으로 연결된다.** 회원권은 부동산과 유사하게 여가와 투자 수단의 특성을 동시에 지니기에, 부동산에 빚대어 생각하면 쉽게 이해된다. 주택 청약으로 부동산을 분양 받고, 이를 시장에 내놓게 되면 분양가와 매매가 간 차익이 수익이 되는 것과 동일하다.

악조건 속에서도
매매가 상승 중

이러한 과정에서 **가장 중요한 전제는 매매가의 상승이다.** 매매가가 하락하게 되면 도미노처럼 연쇄적으로 분양가와 분양 매출은 쓰러지게 된다. 그러나 **현재 매매가는 계속 증가하고 있고, 특히 22년도엔 분양가 대비 27% 증가했다.** 이러한 **회원권의 가격 추이**는 급격한 금리 인상으로 인해 **주식, 채권 그리고 기타 부동산들의 가치가 하락하고 있는 것과 상반되는 결과를 보여준다.**

매매가 상승은
브랜드 파워를 증명

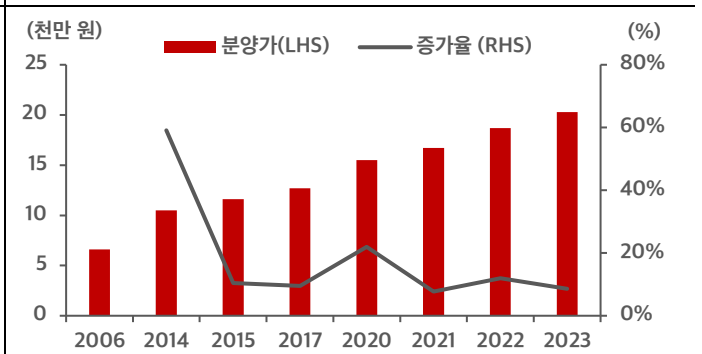
어두운 매크로 상황에서의 **회원권 매매가의 상승은 동사 브랜드 파워가 강해지고 있음을 방증한다.** 국내 최대 프리미엄 리조트를 보유한 동사는 빌라주 드 아난티 리조트에만 101개의 수영장을 보유하고 있고, 회원권 위주의 프라이빗 시설로 하이엔드 브랜드로서의 입지를 공고히 하고 있다. 실제로 레저 기업 브랜드 평판 순위를 살펴보면, 동사는 22년 12월 11위에서 23년 11월 7위로 **점차 높아지고 있다.** 회원 수 역시, 06년 7,328명에서 22년 46,824명으로 **가파르게 증가하고 있고, 온라인 회원 수도 17년 3만 5천 명에서 22년 43만 명으로 발맞춰 빠르게 늘고 있다.**

그림 2-5. 매매가와 분양가 관계 모식도



출처: SMIC 3팀

그림 2-6. 분양가 상승 추이



출처: 동사, SMIC 3팀

매매가 상승 이유

① 신규 리조트 건설

동사의 **매매가 상승 이유**는 크게 세가지로, **신규 리조트 건설, 기존 리조트 리모델링, 버틀러 방식 때문이다.** 신규 리조트의 건설 시, 회원권을 통해 이용할 수 있는 리조트의 수가 늘어나기 때문에, **회원권의 가치는 상승하고, 매매가는 회원권의 가치를 반영하기에 같이 높아진다.**

② 기존 리조트를
업그레이드

리조트를 새로 짓는 방식 이외에, **기존 시설 리노베이션을 통해 리조트 가치를 향상시킬 수 있다.** 동사는 **기존 리조트를 최상의 컨디션으로 유지하기 위해 지속적으로 리모델링을 한다.** 아난티 남해의 경우 객실, 야외 수영장, 산책로를 리노베이션했고, 인근 지역 1만 평 정도의 부지를 매입해 새로운 객실, 야외수영장을 신설하고 있다. 아난티 코드 역시, 새로운 부대 시설이 구축되었고 골프장 교체, 조경 관리를 진행했다. 이처럼 **기존 시설 업그레이드를 통한 리조트 가치 향상은 회원권의 가격 상승을 야기하고 있다.**

③ 버틀러를 통한 거래 조절

동사는 회원권 가치 상승을 위한 노력과 더불어, 매매가 하락이 발생하지 않도록 버틀러를 통해 관리한다. 장외거래의 경우, 회원권을 싸게 매입해야 이익을 내는 구조이기 때문에, 거래소를 통해 회원권을 매매하게 된다면 회원권의 가치 하락이 일어난다. 동사는 국내에서 유일하게 직접 회원권을 관리하는 버틀러 시스템을 도입해, 이익보다 매매가 가치 유지를 목표로 거래를 조절함으로써 매매에 대한 수요를 높게 유지하고 있다.

공급량 조절

① 신규 리조트의 객실 수 조절

또한 동사는 공급량을 조절함으로써 회원권의 가격 하락을 방어한다. 먼저 새로이 리조트 건설할 때 신규 객실 수를 최대한으로 설정하지 않고 회원권 공급량을 조절하여 회원권 가격 하락을 방지한다. 구체적으로 올해 개장된 빌라쥬 드 아난티를 살펴보면, 대지 면적은 16만 제곱미터로 이전에 지어진 아난티 코브 면적의 3배 이상이지만 회원전용 객실 수는 30% 정도만 증가했다, 최대 객실 수 역시 500개까지 건축 가능하지만 회원전용 객실 수는 282실로, 회원권 공급량을 조절했음이 확인된다.

② 회원권의 판매 시기 조절

동사의 공급량 조절은 회원권 판매 시기 분배를 통해서도 이뤄진다. 분양의 특성 상, 한 시기에 공급이 집중될 수밖에 없어 회원권 가격이 하락할 수 있다. 그러나 동사는 회원권 전량을 한 번에 분양을 하지 않고, 시기 별로 일정 물량을 정한 후 판매해 이를 방지한다. 빌라쥬 드 아난티의 경우, 22년과 23년 하반기로 회원권 물량을 나누어 회원권 판매했고, 아난티 클럽 제주도 22년, 23년, 24년으로 분양 시기를 나눠 매매를 진행한다.

매매가 상승

→ 분양가 증가 → 어닝 서프라이즈

실제로 매매가 상승에 따라 분양가도 같이 높아지고 있다. 동사의 회원권 분양가는 06년 6,600만원에서 현재 2억 300만 원으로 3배 이상 증가했으며, 매년 지속적으로 상승했다. 동사의 입장에서 매매가의 증가로 분양가를 높여도 수요가 유지돼 회원권 분양률이 감소하지 않기 때문에, 분양가를 지속적으로 상승시켰다. 높아진 분양가는 동사의 어닝 서프라이즈로 이어졌고, 특히 약 40%라는 압도적인 영업이익률에 가장 큰 역할을 했다. 즉 동사의 사업 모델에 있어 회원권의 가격 상승은 핵심이고, 동사는 회원권 가격에 진심일 수밖에 없다.

향후에도

분양 사업 긍정적

동사의 회원권 가격 상승을 위한 노력과 함께, 향후 동사의 전망은 긍정적으로 이어질 것이다. 24년과 25년에 아난티 남해 리노베이션과 아난티 클럽 제주로 인한 기존 회원권 물량과 더불어, 레이크 드 아난티와 빌라쥬 드 제주 신축에 따른 신규 회원권 분양을 계획하고 있다. 레이크 드 아난티는 50객실을 기반으로 회원권 분양으로 약 1,700억 원, 빌라드 쥬 제주는 150실로 5,000억 원 이상의 매출액을 기록할 것으로 예상된다. 높은 수요를 기반으로 하는 회원권 가격의 상승으로 동사의 분양 사업은 지속적으로 성장할 것이다.

그림 2-7. 리조트 리노베이션 및 건축 현황

분류	리조트 종류	시기	진행 내용
	아난티 힐튼	17년	힐튼 매니지먼트와 전속계약으로 리뉴얼
	아난티 코브	20년, 22년	20년 미디어 갤러리 오픈했고 작년에 온천과 워터하우스 리노베이션 진행함
리노베이션	아난티 코드	20~23년	워터하우스, 이터널저니 지속적으로 선보였고, 골프 잔디 교체 및 조경 관리 진행
	아난티 옛 강남	23년	올해 3월부터 3개월간 리뉴얼 공사 진행
	아난티 클럽 제주	22년~25년	현재 리뉴얼 공사 중, 24년 내부인터리어 공사 진행하고 25년까지 호텔, 펜트하우스 신설
	아난티 남해	25년 상반기	전 객실 리노베이션 완료 및 신규 부대시설 도입됨, 신규 객실, 야외 수영장 도입 예정
	레이크 드 아난티		25년 개시 예정
신규 건설	빌라쥬 드 제주		26년 개시 예정

출처: 동사, SMIC 3팀

그림 2-8. 향후 리조트 분양 계획

분양 계획	2022년	2023년		2024년		2025년		2026년
	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기
빌라쥬 드 아난티	분양		분양					
아난티 남해		분양		분양				분양
아난티 옛 강남			분양					
아난티 클럽 제주	분양		분양					
레이크 드 아난티				분양				
빌라쥬 드 제주								분양

출처: 동사, SMIC 3팀

2.3. PF발 문제에도 거뜬한 아난티

최근 부동산 업계에서 대두되고 있는 PF 부실 문제로 인해, 동사의 향후 건설 계획에 차질이 생기지 않을지 의문이 들 수 있다. 결론부터 말하자면, 동사는 부동산 PF 사태로부터 자유롭다. 동사가 어떻게 부동산 PF발 문제로부터 자유로울 수 있는지 기초부터 알아보자.

PF 대출
= 브릿지론+본 PF

부동산 PF 대출은 브릿지론과 본 PF로 이루어져 있다. 브릿지론은 착공 이전에 시행사들이 토지 매입을 위해 제2금융권으로부터 받는 단기 고금리 대출로, 해당 프로젝트의 사업성 검토 이후 본 PF 대출이 이뤄진다. 착공 이후 빌리는 본 PF는 브릿지론 상환과 공사비를 지급하기 위해 시행사들이 시중은행으로부터 받는 대출이다. 이러한 구조로 부동산 PF 대출이 이뤄진다.

PF 부실 문제는
부동산 기업 부채↑

그러나 급격한 금리 인상과 레고랜드발 채권시장 경색으로 인해 유동성이 마비되면서, 미분양과 이자 비용 부담이 동시에 증가해 사업의 수익성이 훼손이 되기 시작했고, 이에 따라 브릿지론에서 본 PF로의 전환이 어려워졌다. 현 브릿지론의 금리는 법정 최고금리인 20% 수준으로 매우 높기 때문에, 부동산 개발업자들의 부채는 가파르게 상승하고 있다. 이에 종합건설사 절반이 파산했고, 부동산 시행사들의 평균 부채비율은 18년 322%에서 22년 413%로 급격히 오르며, 현 상황의 심각성을 방증하고 있다.

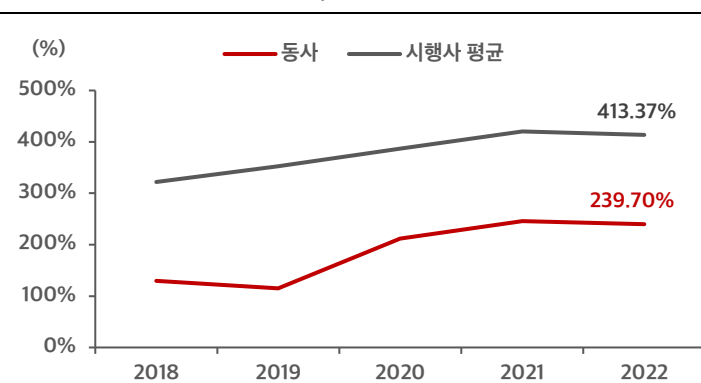
동사는
PF발 문제에서 안전

반면에 동사의 22년 부채비율은 240%로, 시행사들의 평균 부채비율에 비해 매우 낮고, 이는 동사의 착공 과정에서 본 PF로의 전환이 잘 진행되었음을 보여준다. 또한 동사는 빌라주 드 아난티 건축을 위해 차입했던 PF 대출을 올해 3월 잔액 800억 원 상환을 마지막으로 만기 전 조기상환을 완료했다. 빌라주 드 아난티의 전체 PF 대출 규모는 2,180억 원으로, 동사가 진행한 사업 중 가장 큰 투자금액임에도 조기상환하며, PF발 우려를 완전히 잠식시켰다.

높은 분양률로
PF 문제에서 편안

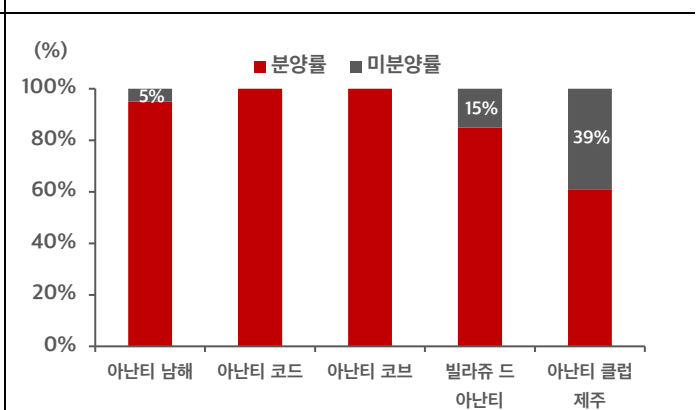
PF 부실 문제로부터, 동사가 편안할 수 있는 이유는 동사가 지닌 높은 분양률 때문이다. PF 사태는 낮은 분양률에서 기인한다. 낮은 분양률로 인해 사업의 수익성이 악화되고, 이에 본 PF로의 전환이 어려워져 종합건설사들의 부채가 늘어난다. 그러나 동사의 분양률은 아난티 남해의 회원제 물량인 5%와 아직 분양을 진행하지 않은 물량이 남아있는 빌라주 드 아난티와 아난티 클럽 제주를 제외하면 100%를 기록했다. 높은 수요와 이를 기반으로 하는 높은 분양가가 PF 위기에서 동사를 자유로울 수 있게 해주었다.

그림 2-9. 22년 말 기준 동사, 시행사 평균 부채비율 추이



출처: ISTANS, SMIC 3팀

그림 2-10. 리조트 별 분양률 추이



출처: 동사, SMIC 3팀

2.4. 운영 기반으로 체질개선을 하는 아난티

2.4.1. 아난티의 선순환

운영은 매출액을
후행하며 성장

지금까지 회원권 분양을 필두로 성장하는 동사의 사업 구조는 필연적으로 고객 수의 증가를 야기했다. 영업이익률이 높은 분양 사업을 성장시키기 위해서는 신규 리조트 건설이 필수적이고, 이에 따라 시설을 운영하는 사업의 성장이 수반되었다. 즉 **운영 사업 부문은 분양의 성장을 후행하며 성장했다.**

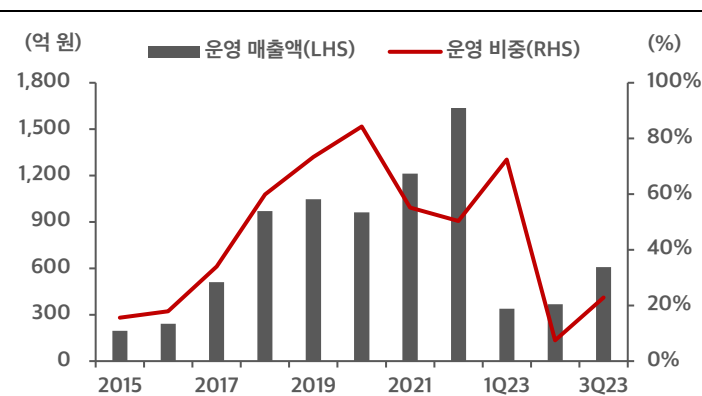
운영 사업은
분양 단점 해소하고
고객 확보까지

운영 사업의 성장은 단발적인 수익을 벌어들이는 분양 사업의 단점을 상쇄했다. 분양의 특성상 판매하는 시기가 정해져 있고 새로운 리조트를 항상 건설할 수 없기 때문에 **꾸준히 매출액을 상승시키기 어렵다.** 그러나 **운영의 경우** 건축된 리조트에서 **연속적으로 매출액이 발생하기 때문에,** 분양을 진행하지 않는 시기에 발생하는 **매출 공백을 메워주는 역할**을 했다. 동시에 **운영의 확대**는 회원권에 비해 저렴한 가격으로 동사 리조트를 체험하는 효과를 제공해 **향후 분양 고객을 확보할 수 있는 통로**로 이어졌다.

향후 운영 성장으로
분양 투자하는
선순환 구조로 변화

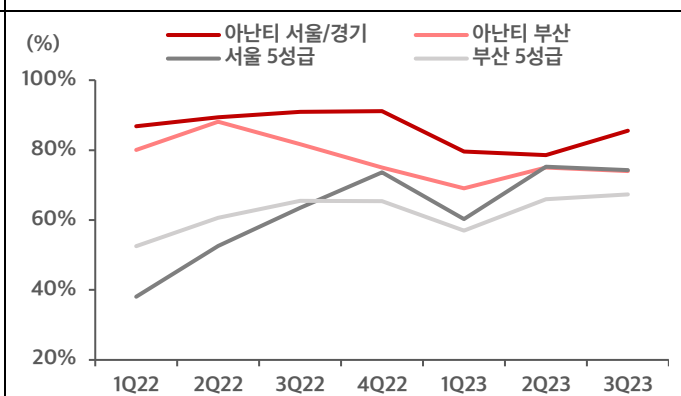
그러나 향후 동사의 운영 부문은 분양의 성장을 뒤따르며 단점을 보완하는 보조적인 역할이 아닌, **운영의 수익으로 분양 부문에 투자하는 핵심 사업으로 거듭날 것이다.** 이러한 선순환은 **적립의 형태를 가진 운영 사업의 본질적인 장점**에서 비롯된다. 한 리조트에서의 매출액이 약소할 수 있으나, 건설되는 **리조트의 수에 정비례하며 매출액은 지속적으로 상승한다.** 실제로 운영 사업의 매출액은 꾸준히 증가하고 있고, **분양 매출이 몰린 올해 2분기와 3분기를 제외하면 매출액에서 차지하는 비중은 높아지고 있다.**

그림 2-11. 운영 매출액 및 전사 매출액 대비 운영 매출액 비중



출처: 동사, SMIC 3팀

그림 2-12. 동사 리조트, 서울/부산 5성급 호텔 OCC 추이



출처: 동사, SMIC 3팀

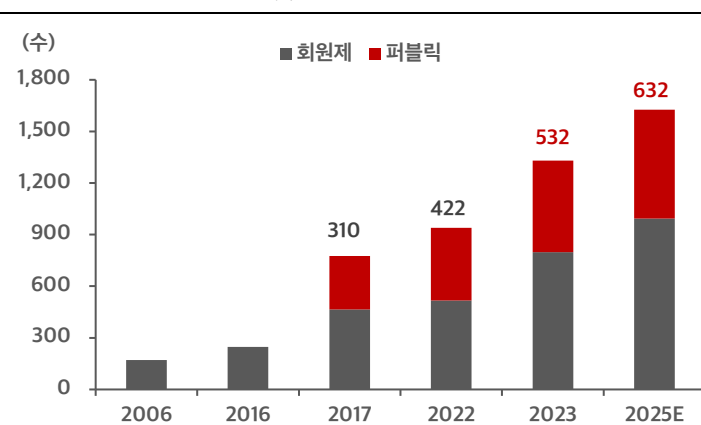
OCC와 ADR 증가로
운영 성장

리조트의 수 증가 이외에도, **다양한 지표들이 동시에 운영 사업의 성장을 가리키고 있다.** **운영 매출은 총 객실 수, 객실 점유율(OCC), 일일 평균 객실 가격(ADR)의 곱으로 결정되기에,** OCC과 ADR은 운영 매출에 있어 매우 중요하다. 먼저 동사의 22년 ADR은 18년대비 **35.7% 상승**하며, 매년 꾸준히 증가하고 있다. **OCC 역시 서울과 부산 5성급 호텔대비 압도적으로 높은 수치를 기록하고 있다.** 구체적으로 살펴보면, **동사의 수도권 리조트는 지속적으로 서울 5성급 호텔에 비해 높은 점유율을 지녔으며,** 올해 3분기 기준 약 10% 더 높다. **부산의 경우도 동사 리조트가 5성급 호텔보다 더 높은 점유율을 기록하고 있다.**

2.4.2. 퍼블릭 확대, 아난티의 선순환 확대

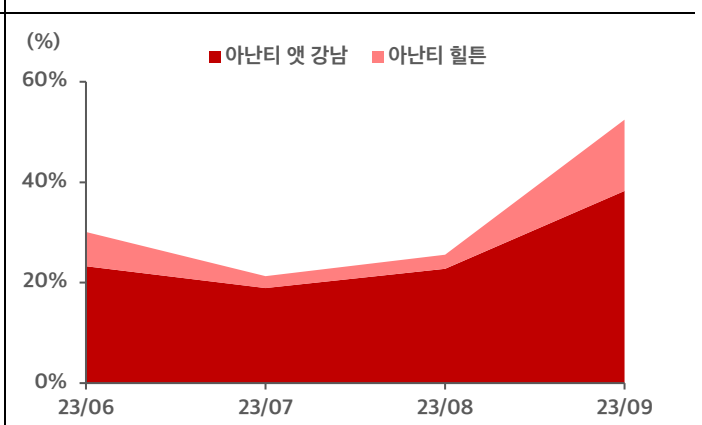
퍼블릭 사이트 확대 = 고객 다변화	동사는 성장하고 있는 운영 사업의 흐름을 이어갈 주자로, 퍼블릭 사이트 확대라는 돌파구를 선택했다. 운영 사업의 수익으로 분양 부문에 투자하는 선순환을 극대화하기 위해서는, 리조트에 방문하는 절대적인 고객 수가 증가해야 한다. 퍼블릭 사이트 확대는 회원권 소유자 위주의 운영 매출 발생에서 비회원권 소유자로의 고객 다변화로 이어져 방문 고객 수가 증가할 수밖에 없다.
퍼블릭 사이트 증가 = 운영 매출 핵심	동사의 퍼블릭 사이트는 3개로 확대되었으며, 구체적인 퍼블릭 모델로는 아난티 힐튼, 아난티 옛 강남, 빌라주드 호텔이 존재한다. 운영 부문 매출에서 퍼블릭 사이트가 차지하는 비중은 22년 기준 40%로, 특히 아난티 힐튼은 이중 37%를 차지하고 있다. 이에 따라서 퍼블릭 사이트의 증가는 운영 매출 확대에 있어 핵심이다.
퍼블릭 객실 수도 증가 중	또한 동사는 퍼블릭 사이트 확대와 함께, 회원제 리조트 내 퍼블릭 객실을 신설하고 있다. 회원제 객실과 퍼블릭 객실 수를 살펴보면, 퍼블릭 사이트를 짓지 않은 올해에도 110여 개의 객실이 늘어났다. 이는 신규로 지어지고 있는 리조트 내 퍼블릭 객실의 증가에 기인한다. 올해 지어진 빌라주드 아난티를 살펴보면, 총 객실 392실 중 110실의 퍼블릭 객실이 존재하고 있다. 향후 지어진 빌라주드 제주 역시 총 345실 중 200실 정도의 퍼블릭 객실 신설이 예정되어 있다. 이와 같이 리조트 내 퍼블릭 비중 확대로 동사의 방문 고객 수는 증가할 전망이다.
퍼블릭 비중 상승은 외국인 수용↑	퍼블릭 비중 확대는 외국인의 접근성을 높이는 장점도 제공한다. 외국인 관광객의 경우 동사의 회원권을 보유하고 있지 않기에, 퍼블릭 객실은 외국인 투숙객을 수용할 수 있다. 외국인 고객은 장기 투숙으로 머물기 때문에 호텔의 공실률은 훨씬 낮아지게 되어 매출액 증가로 이어진다. 실제로 아난티 옛 강남은 6월 재개장 이후, 외국인 투숙객이 30%까지 상승했고, 올해 3개월간 운영을 하지 않았음에도 22년 매출액의 2배 이상 기록할 것으로 예측된다. 아난티 힐튼도 10%까지 상승하며, 전년대비 매출액이 상승할 것으로 예상된다.

그림 2-13. 회원제 객실 및 퍼블릭 객실 수 추이



출처: 동사, SMIC 3팀

그림 2-14. 호텔 외국인 투숙률



출처: 동사, SMIC 3팀

정리하자면, 퍼블릭 비중 확대를 필두로 한 운영 부문의 매출액 증가로, 분양 사업에 투자하는 선순환이 가속화될 것이다. 연속적으로 수익을 발생시키는 운영 부문과 높은 OPM과 매출을 기반으로 하는 분양 사업의 동반 성장으로, 향후 동사는 안정적으로 우상향하며 성장하는 기업으로 체질개선을 이뤄낼 것이다.

3. Valuation - Peer PBR Method

3.1. 매출 추정

동사 매출액은 크게 분양 매출과 리조트 운영 매출로 나뉘며, 분양 일정의 유무에 따라 동사의 매출액은 변동성이 매우 높다. 고로, 본 매출추정의 함의는 레이크드아난티와 빌라쥬드아난티의 신규 분양에 따른 분양 매출의 규모를 가능하고, 분양이 없는 시기에도 리조트 운영 매출이 동사의 이익 체력을 뒷받침할 수 있음을 증명하는 데 있다.

(1) 분양 매출 추정

분양 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
소계	34,497	25,806	4,559	30,647	50,815	362	675,075	10,641	158,309
분양	35,014	15,915	95,509	159,321	673,045	-	673,045	8,299	155,888
명의개서 외	3,219	2,030	3,045	2,264	1,668	362	2,030	2,342	2,420

동사는 현재 1실당 17개 회원권을 판매하고 있으며, $(\text{리조트 분양 여력}) = (\text{분양가}) * (\text{객실 수}) * (17)$ 를 통해 사업장별 총 분양여력을 산출할 수 있다. 분양 매출의 P인 분양가의 경우 06년부터 매년 상승했다. 고로 22년 분양가인 18,800백만 원에서, 최근 4개년 평균 분양가 상승률인 10.5%만큼 상승할 것임을 가정하여 추정에 반영하였다. 사측의 반기 IR 자료를 기반으로 잔여 객실 수를 산출하였으며 이는 다음과 같다.

2Q23 기준 회원제 콘도 분양 현황 및 잔여객실 수 추정

(단위: 백만 원)	오픈 연도	소재	객실 수	구좌	1실 분양가	분양여력	잔여물량	잔여구좌	잔여객실 수
아난티 남해	2006	남해	171	2,907	3,192	545,789	5%	145	9
아난티 코드	2016	가평	76	1,292	3,192	242,573	0%	0	0
아난티 코브	2017	부산	218	3,706	3,192	695,802	0%	0	0
아난티 클럽 제주	2022	제주	52	884	3,192	165,971	39%	345	20
빌라쥬드 아난티 부산	2023	부산	282	4,794	3,192	900,074	15%	719	42
레이크 드 아난티	2025E	가평	50	850	3,192	159,588	100%	850	50
빌라쥬드 아난티 제주	2026E	제주	150	2,550	3,192	478,763	100%	2550	150

3분기 분양 실적을 토대로 상기 산출식을 통해 동사 3분기 회원권 판매량을 역산하였을 때 아난티 클럽 제주와 빌라쥬드아난티 부산의 잔여 회원권을 전량 판매할 것이라는 사측 가이드스 와 일치한다. 결국, 동사의 향후 분양 매출의 Q는 아난티 남해의 잔여 객실 9개와 향후 신규 분양될 레이크드아난티와 빌라쥬드아난티 제주 물량, 입회제 회원 154명의 등기제 전환이다. 동사는 등기 후 매출을 일시에 인식하기에 보수적 관점에서 레이크드아난티의 매출은 25년에, 빌라쥬드아난티의 매출은 26년 이후에 일시 인식될 것으로 반영하였다. 레이크드아난티 물량은 버틀러가 가격 조정을 위해 보유하는 20%를 제외하고 전량 분양될 것임을 가정하였다.

2Q23 기준 분양가 산출

(단위: 백만 원)	분양가격	계약금 30%	계약금 65%
개인	기명	165	50 108
	무기명	193	58 126
법인	기명	180	54 117
	무기명	213	64 139
분양가 산술평균		188	74

분양계획 Time-line

	2023 하반기	2024		2025	
		상반기	하반기	상반기	하반기
빌라쥬드아난티부산	분양				
아난티 남해		분양			
아난티 옛 강남		분양			
아난티 클럽 제주	분양				
레이크 드 아난티		분양	분양		
빌라쥬드아난티제주				분양	분양

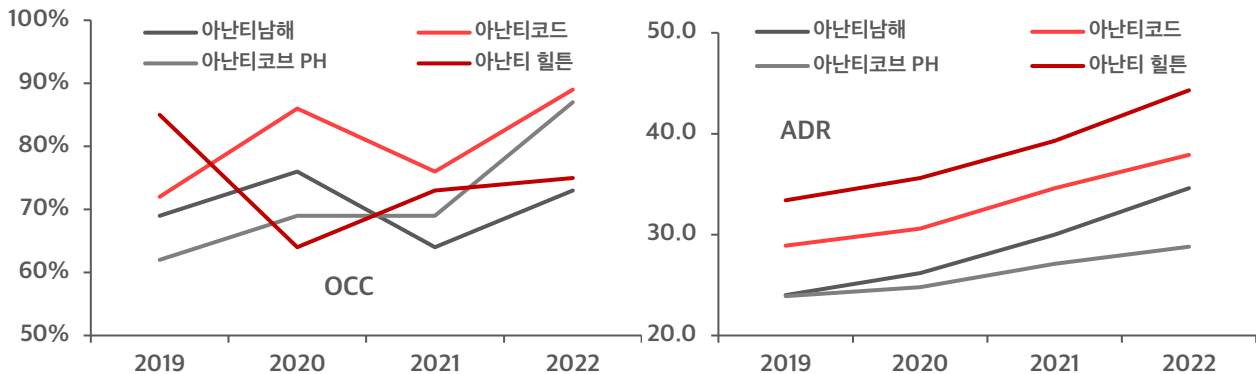
명의개서 매출은 회원권 명의 이전 발생 시 동사가 수취하는 건당 110만 원의 수수료 매출로, 개인간의 거래에 대한 엄밀한 수요 예측은 어려우나, 동사 회원권에 대한 수요는 견고함이 투자 포인트를 통해 확인됐을 뿐 아니라 명의 이전은 매 분기 발생했다. 그럼에도, 보수적 추정에 입각하고자 과거 데이터에서 명의 변경이 가장 적었던 해의 수량을 반영하여 추정하였다.

(2) 리조트 운영 매출 추정

리조트 운영 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
소계	104,471	96,114	121,266	163,761	131,363	60,086	191,449	199,651	211,746
콘도 및 호텔	87,965	79,073	98,726	129,648	107,978	53,510	161,488	172,792	184,888
상품	2,731	3,264	5,744	5,322	5,149	1,716	6,865	6,865	6,865
골프	9,124	10,087	12,696	20,548	14,579	4,860	19,439	19,993	19,993
기타	7,870	5,720	7,145	10,508	3,657	0	3,657	0	0

리조트 운영 매출의 경우 콘도 및 호텔의 숙박 및 부가 서비스, 상품, 골프장 운영 및 기타로 나뉜다. 콘도 및 호텔 매출의 경우 아난티 옛 강남의 리모델링 후 3분기부터 영업을 재개하여 추가적인 이익 체력을 확보하였다. 다만, 운영과 관련된 매출을 합산하여 공시하고 있어 엄밀한 추정이 어려우나, 호텔의 기본 BM에 있어 숙박 매출은 평균 60~70%의 유의미한 비중을 차지한다. 이러한 점에서 동사의 ADR이 매년 상승하고 있으며 매년 2분기 객실요금 7~10% 인상 정책을 펼치고 있어, 지속적인 매출을 확보할 수 있을 것이라 가정하였다. 골프장 운영 매출의 경우 신규 영업 예정이 없고, 22년 영업을 시작한 제주 소재 골프장을 비롯한 3곳의 매출액이 일정하게 유지되고 있다는 점에서 flat하였다.



(3) 최종 매출 추정

상기 논의를 종합한 최종 매출 Table은 다음과 같다.

총 매출 Table

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	142,704	114,059	219,820	325,346	806,076	60,448	866,524	210,292	370,055
YoY(%)	-12.0%	-20.1%	92.7%	48.0%	245.5%	-39.7%	166.3%	-75.7%	76.0%
운영플랫폼 개발 및 분양	38,233	17,945	98,554	161,585	674,713	362	675,075	10,641	158,309
분양	35,014	15,915	95,509	159,321	673,045	-	673,045	8,299	155,888
명의개서	3,219	2,030	3,045	2,264	1,668	362	2,030	2,342	2,420
리조트 운영	104,471	96,114	121,266	163,761	131,363	60,086	191,449	199,651	211,746
콘도 및 호텔	87,965	79,073	98,726	129,648	107,978	53,510	161,488	172,792	184,888
상품	2,731	3,264	5,744	5,322	5,149	1,716	6,865	6,865	6,865
골프	9,124	10,087	12,696	20,548	14,579	4,860	19,439	19,993	19,993
기타	7,870	5,720	7,145	10,508	3,657	-	3,657	-	-

3.2. 매출원가 및 판관비 추정

매출원가 및 판관비 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	142,704	114,059	219,820	325,346	806,076	60,448	866,524	210,292	370,055
YoY(%)	-12.0%	-20.1%	92.7%	48.0%	245.5%	0.0%	166.3%	-75.7%	76.0%
매출원가	83,192	76,874	96,521	125,771	465,052	30,944	558,006	117,164	179,169
매출원가율	58.3%	67.4%	43.9%	38.7%	57.7%	51.2%	64.4%	55.7%	48.4%
GPM(%)	41.7%	32.6%	56.1%	61.3%	42.3%	48.8%	48.8%	44.3%	51.6%
원재료비	19,340	13,287	26,383	39,683	465,052	3,322	468,374	26,451	76,566
% of sales	13.6%	11.6%	12.0%	12.2%	57.7%	5.5%	54.1%	12.6%	20.7%
종업원급여	16,005	15,688	17,449	23,291	13,225	3,306	14,071	14,972	20,073
% of sales	11.2%	13.8%	7.9%	7.2%	1.6%	5.5%	1.6%	7.1%	5.4%
외주용역비	28,546	27,376	32,375	35,748	30,672	10,224	40,896	36,340	37,661
% of sales	20.0%	24.0%	14.7%	11.0%	3.8%	16.9%	4.7%	17.3%	10.2%
감가상각비	14,511	15,613	14,617	18,670	14,476	12,026	26,502	31,239	36,706
% of sales	10.2%	13.7%	6.6%	5.7%	1.8%	19.9%	3.1%	14.9%	9.9%
지급수수료	4,790	4,911	5,697	8,379	6,197	2,066	8,163	8,163	8,163
% of sales	3.4%	4.3%	2.6%	2.6%	0.8%	3.4%	0.9%	3.9%	2.2%
판매비와관리비	54,801	68,909	63,568	84,352	77,947	21,136	89,967	81,706	93,152
판관비율	38.4%	60.4%	28.9%	25.9%	9.7%	35.0%	10.4%	38.9%	25.2%
OPM(%)	3.3%	-27.8%	27.2%	35.4%	32.6%	13.8%	25.2%	5.4%	26.4%
종업원급여	17,017	21,817	24,554	29,831	16,886	4,221	17,967	19,116	25,630
% of sales	11.9%	19.1%	11.2%	9.2%	2.1%	7.0%	2.1%	9.1%	6.9%
지급수수료	15,851	22,879	15,067	24,914	15,482	5,161	20,643	19,871	20,674
% of sales	11.1%	20.1%	6.9%	7.7%	1.9%	8.5%	2.4%	9.4%	5.6%
수도광열비	5,508	6,326	6,538	8,748	9,252	3,084	12,336	9,207	10,097
% of sales	3.9%	5.5%	3.0%	2.7%	1.1%	5.1%	1.4%	4.4%	2.7%
감가상각비	6,509	5,305	4,527	5,139	6,685	2,923	9,608	10,028	11,614
% of sales	4.6%	4.7%	2.1%	1.6%	0.8%	4.8%	1.1%	4.8%	3.1%
무형고정자산상각비	497	604	503	582	596	199	795	596	616
% of sales	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%
세금과공과	2,839	4,312	3,369	4,250	5,330	356	5,687	4,435	4,791
% of sales	2.0%	3.8%	1.5%	1.3%	0.7%	0.6%	0.7%	2.1%	1.3%
기타	6,580	7,667	9,011	10,889	10,491	3,113	13,604	11,143	11,823
% of sales	4.6%	6.7%	4.1%	3.3%	1.3%	5.1%	1.6%	5.3%	3.2%

매출원가 및 판관비는 고정비와 변동비로 분류해 금액적 중요성을 보이는 원재료비, 종업원급여, 감가상각비를 중심으로 엄밀히 추정하였다. 감가상각비의 경우 상세한 추정 Table은 [Appx.8.]에 수록하였다. 그 외 계정은 매출 연동, AVG, flat 적용하여 추정하였다.

① 원재료비 추정: K-IFRS 회계기준 1018호에 의거, 동사 분양 수익은 일정시점에서 계약전체의 통제, 중요한 위험과 보상을 구매자에게 이전하는 경우로, 건설계약이 아닌 일반재화의 판매로 분류된다. 고로, 리조트 준공 및 등기제 회원들에게 지분 양도 등기 후 일시에 매출을 인식함에 따라 손익이 일시에 반영됨으로써 손익 변동성이 큰 재무 구조를 지니고 있다. 이에 상응하여 매출원가의 재고자산의 변동에 반영되며, 본 계정은 분양 매출에 의해 결정된다.

다만, 기존 리조트의 분양과 신규 리조트의 건설이 함께 진행됨에 따라, 재고자산의 변동에 대한 엄밀한 추정이 불가능하다. 실제로 분양권 판매를 등기제로 전환 후 35개 기간(1Q15~3Q23)의 분기별 재고자산의 변동과 분기별 분양 매출의 R-square 값 [Appx.3.]은 약 0.1268로 회귀식을 쓰는 데에 무리가 있다. 이에 사측의 25, 26년 분양 계획에 기반해 분양 매출로 인한 변동성이 컸던 시기와, 그 외의 시기로 분류하여 매출액 대비 비중을 각각 AVG 적용하여 추정하였다.

② **종업원 급여 추정:** 동사의 임직원수는 신규 리조트 오픈에 수반하여, 리조트 운영의 대규모 채용이 발생하며, 리조트 운영 인력은 동사 전체 종업원의 75%를 차지한다. 신규 인력과 기존 인력의 임금 격차가 커 평균임금 증가율을 통한 추정이 어려워, **23년 국내 평균 임금상승률 6.4%**를 적용하여 추정하였다. 25년의 경우 사측의 가이드언스에 기반하여 빌라쥬드아난티의 운영을 시작함에 따른 200여 명의 추가채용을 가정하였다.

종업원 급여 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
임직원수	402	470	622	539	769	769	769	769	969
<i>YoY(%)</i>	36.3%	16.9%	32.3%	-13.3%	42.7%	-	42.7%	0.0%	26.0%
평균임금	82	80	68	99	39	39	42	44	47
<i>YoY(%)</i>	-14.7%	-2.9%	-15.4%	45.9%	-	-	6.4%	6.4%	6.4%
종업원급여	33,022	37,505	42,003	53,122	30,111	7,528	32,038	34,088	45,703
종업원급여(매출원가)	16,005	15,688	17,449	23,291	13,225	3,306	14,071	14,972	20,073
종업원급여(판관비)	17,017	21,817	24,554	29,831	16,886	4,221	17,967	19,116	25,630

3.3. 영업외손익 추정

영업외손익 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
영업외손익	(8,168)	(18,018)	(36,241)	(56,769)	(28,024)	(884)	(28,907)	(26,316)	(26,389)
금융손익	5,912	(13,327)	(39,002)	(1,506)	(27,314)	(683)	(25,886)	(25,643)	(25,643)
기타손익	(14,166)	(4,779)	2,100	(55,267)	(943)	(201)	(1,144)	(673)	(746)
지분법손익	86	88	661	4	234	-	-	-	-

영업외손익의 경우 손익 개념으로 대응되는 계정들을 상계하여 추정하였다. 금융손익, 기타손익 모두 일회성 비용 및 외화관련 손익 등 추정이 어려운 계정들은 5개년 AVG 및 0 처리하여 추정하였다. 영업외손익과 이자수익/비용의 상세 추정 Table은 [Appx.4, 5.]에 수록하였다.

3.4. 최종 손익계산서 및 지배지분 자본변동표

최종 손익계산서는 다음과 같다. 법인세 비용은 23년 개정 과세표준 및 한계세율을 적용하여 추정하였다.

추정 연결포괄손익계산서									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	142,704	114,059	219,820	325,346	806,076	60,448	866,524	210,292	370,055
<i>YoY(%)</i>	-12.0%	-20.1%	92.7%	48.0%	245.5%	-	166.3%	-75.7%	76.0%
매출원가	83,192	76,874	96,521	125,771	465,052	30,944	558,006	117,164	179,169
매출총이익	59,512	37,185	123,299	199,575	341,024	29,504	308,518	93,128	190,885
<i>GPM(%)</i>	41.7%	32.6%	56.1%	61.3%	42.3%	48.8%	35.6%	44.3%	51.6%
판매비와관리비	54,801	68,909	63,568	84,352	77,947	21,136	89,967	81,706	93,152
영업이익	4,710	(31,724)	59,731	115,223	263,078	8,368	218,551	11,422	97,733
<i>OPM(%)</i>	3.3%	-27.8%	27.2%	35.4%	32.6%	13.8%	25.2%	5.4%	26.4%
기타손익	(14,166)	(4,779)	2,100	(55,267)	(943)	(201)	(1,144)	(673)	(746)
금융손익	5,912	(13,327)	(39,002)	(1,506)	(27,314)	(683)	(25,886)	(25,643)	(25,643)
지분법손익	86	88	661	4	83	-	83	-	-
세전순손익	(3,458)	(49,742)	23,490	58,453	234,904	7,485	191,604	(14,894)	71,344
법인세비용	4,522	(4,947)	6,808	24,466	19,323	5,143	24,466	-	10,425
당기순손익	(7,980)	(44,795)	16,682	33,987	215,580	2,342	167,138	(14,894)	60,920
<i>NPM(%)</i>	-5.6%	-39.3%	7.6%	10.4%	26.7%	3.9%	19.3%	-7.1%	16.5%

지배지분 자본변동표는 다음과 같다. 배당금의 경우, 동사는 27년간 배당성향 0%로 극히 주주 친화적이지 않은 기조를 고수하고 있어, 향후에도 지급하지 않음을 가정하였다.

추정 지배지분 자본변동표 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
기초자본	321,194	376,727	341,491	377,519	506,952	654,165	654,165	856,935	842,041
(+) 당기순이익	(7,980)	(44,795)	16,682	33,987	215,580	2,342	167,138	(14,894)	60,920
(-) 배당금	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) 그 외 자본변동	62,635	4,113	17,157	98,397	35,632	0	35,632	0	0
기말자본	376,727	341,491	377,519	506,952	654,165	656,507	856,935	842,041	902,960
가중평균자본 ROE(%)	348,960 -2.3%	359,109 -12.5%	359,505 4.6%	442,235 7.7%	580,558 37.1%	655,336 0.4%	755,550 22.1%	849,488 -1.8%	872,500 7.0%

3.5. Valuation - Peer PBR Method

(1) Why PBR ? - Asset or Earning

동사는 분양 일정의 유무에 따라 매출액의 변동성이 매우 높다. 고로, Earning을 주가 지표로 활용하는 PER Method, 혹은 EV/EBITDA Method를 사용할 경우 선정 시점 내 분양 유무에 따라 가치 왜곡이 큰 폭 발생하게 된다. 그렇다면 Asset은 동사의 주가 지표로서 활용될 수 있을까?

동사가 영위하는 리조트 플랫폼 운영 사업은 자산가치가 매우 큰 자본집약적 산업으로, 초기 투자비용이 커 초기 분양이 부진할 경우 투자비 회수 및 PF 상환 리스크에 노출될 뿐만 아니라 지속적인 신규 리조트 투자를 요구해 진입장벽이 매우 높다. 반면, 초기 어려움을 극복해 영속성을 갖춘다면 체인화를 통해 폭발적인 성장을 꾀할 수 있다.

투자포인트 전반에 걸쳐 입증하였듯 동사는 국내 프리미엄 리조트 시장에서 헤게모니를 장악한 기업이다. 결국 동사의 현금흐름은 비용이 아닌 자산에서 발생한다. 20년이라는 업력 동안 지위를 공고히 한 동사 자본의 가치 창출력은 더욱 커질 것이며 결국 이를 가장 잘 반영할 수 있는 Valuation은 PBR Method이다.

논의의 연장선으로 장기적 관점에서 동사의 적정 가치를 평가하기 위한 Valuation Method의 변화 가능성을 제시하고자 한다. 동사 BM의 최종 국면은 결국 호텔을 꾸준히 오픈하며 투자와 회수의 선순환으로 운영수익 비중이 분양 수익을 초과함에 있다. 운영수입은 리조트 분양 수입이 없는 경우라도 이익이 창출되어 영속성 측면에서 가치가 높다. 고로, 상술한 상황에 도달하였을 때 영업 활동을 통해 벌어들이는 현금흐름을 가장 잘 평가할 수 있는 EV/EBITDA Method를 활용하는 것이 적합할 것이다. 편의상 동사 사업부별 EBITDA Margin을 [Appx.7.]에 첨부하였다.

(2) Why Peer PBR ?

결론부터 말하자면, 동사의 Valuation을 위해서는 해외 Peer를 활용해야만 한다. 우선 회원제와 등기제의 혼용으로 인해 자본구조가 현재와 달랐고 운영 매출의 이익 체력이 뒷받침되기 이전으로, 동사의 과거를 통해 Multiple을 산정하기 어렵다.

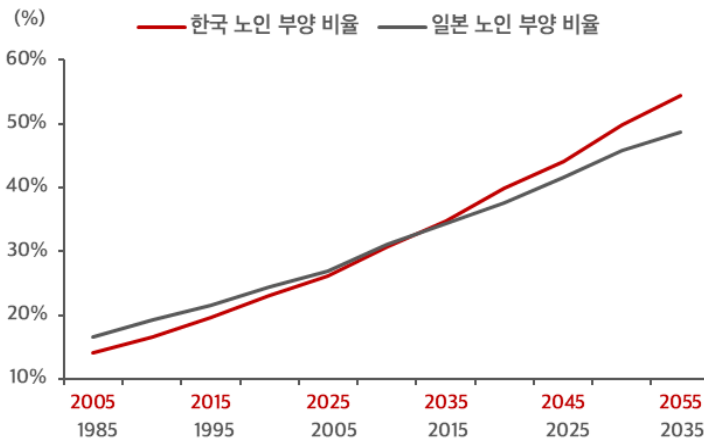
국내에는 용평 리조트, 서부 T&D, 롯데관광개발, 파라다이스 등의 상장사가 존재한다. 그렇다면 이를 Peer로 Multiple을 차용할 수 있을까? PBR Multiple은 기업이 쌓아온 자본가치가 지금 시장에서 부여받는 프리미엄을 의미한다. 상위 기업들과 표면적인 BM이 유사할 수 있으나, 이들 Multiple은 동사 매출의 근간인 '아난티'라는 무형 가치를 온전히 반영할 수 없다.

이는 프리미엄 리조트가 해당 국가 내에 지나는 헤게모니로부터 기인하며, 결국 시장의 관점을 충분히 반영하기 위해서는 글로벌 Peer가 부여받는 Multiple을 점검하는 것은 필수적이다. 이에 동사의 Peer로서 상술한 일본의 프리미엄 리조트 Resorttrust, Inc. (4681.Tokyo)를 제시한다.

(3) Peer 선정 - Resorttrust, Inc. (4681.Tokyo)

Resorttrust는 동사의 선례라고 봐도 무방할 정도로, 회원권 분양과 호텔/레스토랑 등 운영 수익을 주 수입원으로 하는 동사와 매우 유사한 사업 구조를 가진다. 일본의 부동산 및 건설 산업 전반은 국내에 선례로 활용될 뿐 아니라, 특히 동사가 영위하는 럭셔리 회원제 리조트 사업은 일본에서 먼저 태동하여 소득 양극화가 심해진 98년을 기점으로 본격화되었다. Resorttrust는 현재 일본 내 1위 기업으로 자리매김하여 타 디벨로퍼 대비 높은 Multiple을 부여받고 있다. 반면 동사는 상대적으로 국내 디벨로퍼 대비 적은 프리미엄을 부여 받고 있으며 Resorttrust에 비해서도 현저히 저평가된 상황이라 사료된다.

뿐만 아니라, 국내 리조트 산업은 일본에 비해 성장 여력이 충분하다. 노인 인구가 성장을 이끌었던 일본과 달리, 국내시장은 비교적 젊은 층을 중심으로 수요가 촉진되고 있다. 일본과 20년 차이로 유사한 고령화 추이를 보임을 고려했을 때, 고령화와 동반하여 일본 리조트 산업 성장기 당시의 성장 여력을 필연적으로 보여낼 것이다. 상술한 바를 종합하였을 때 Resorttrust의 TTM PBR 1.98x를 부여받는 것은 무리가 없으나, 상장 증시의 근본적인 Multiple차이를 반영하고자 KOSPI와 TOPIX의 PBR Multiple 차이인 31%를 반영해주었다.



일본 내 관련 기업 Multiple	
23-11-29 기준	TTM PBR
Resorttrust	1.98x
Mitsubishi Estate	1.20x
Mitsui Fudosan	0.90x
Sumitomo Realty&Development	1.00x
국내 디벨로퍼 및 동사 Multiple	
23-11-29 기준	TTM PBR
아난티	0.90x
SK디앤디	0.84x
서부 T&D	0.64x

3.6. 최종 투자 의견

지금까지의 논의를 종합하여 2024E BPS 9,240 원에 Target PBR Multiple 1.37x를 적용한 12,700 원을 목표주가로 산출하였으며, 현재 주가 6,570 원 대비 상승여력 95%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

Valuation - PBR Method (2024E)	
지배지분 기말자본 (백만 원)	842,041
발행주식수 (주)	91,131,365
2024E BPS (원)	9,240
Target PBR Multiple	1.37x
ROE (%)	-1.8%
목표주가 (원)	12,700
현재주가 (원)	6,520
상승여력	95%

거버넌스 관련 내용은 인트라넷 별첨

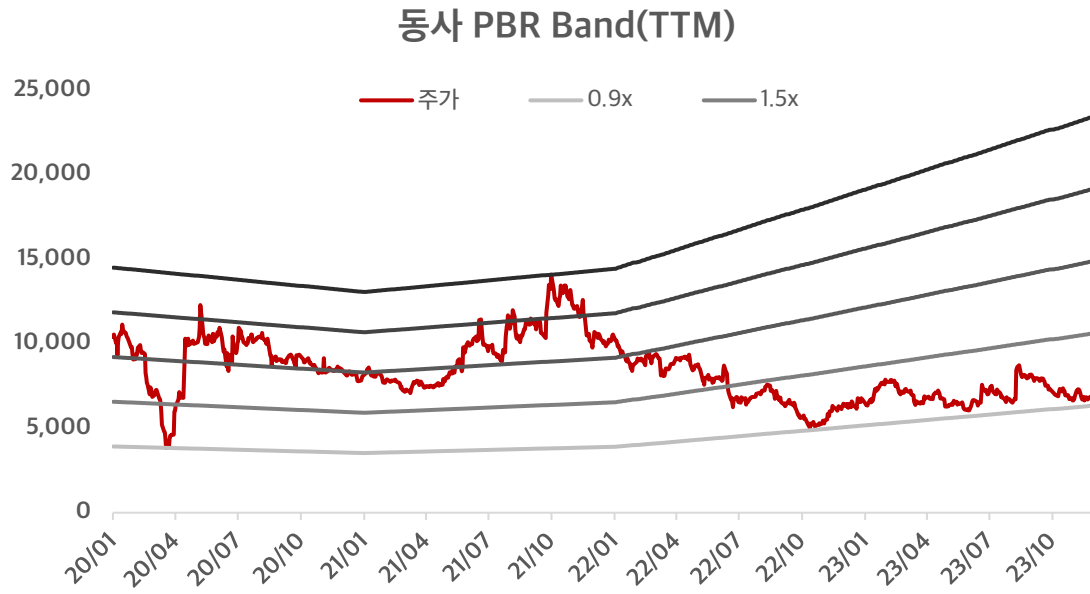
Appendix

Appx. 1. 재무상태표 및 현금흐름표

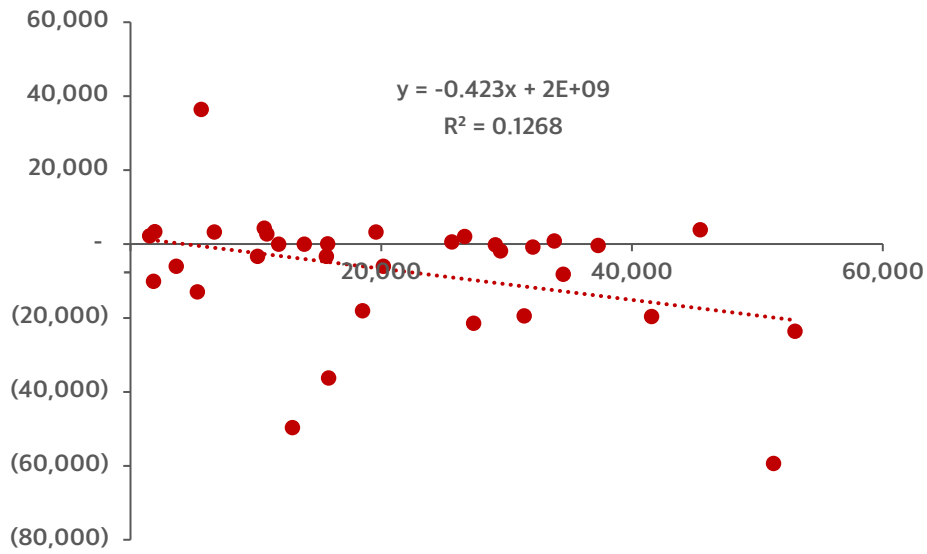
재무상태표					
(단위:백만원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23
자산	845,967	1,143,676	1,385,135	1,734,787	1,558,173
유동자산	120,347	351,959	466,549	525,676	219,880
현금및현금성자산	54,678	206,857	266,456	177,804	107,541
매출채권및기타유동채권	3,679	3,612	8,170	13,656	8,418
기타유동금융자산	38,006	20,054	12,330	12,471	6,339
기타유동자산	7,994	1,169	1,383	5,672	3,970
당기법인세자산	4	28	1	-	68
재고자산	15,986	120,239	178,210	316,074	93,543
비유동자산	725,620	791,717	918,586	1,209,110	1,338,293
장기매출채권및기타채권	4,222	5,202	5,553	8,986	10,993
유형자산	707,973	765,965	873,405	1,172,366	1,300,001
기타무형자산	2,718	4,020	3,753	4,976	6,428
관계기업에대한투자자산	2,209	2,239	4,098	4,492	4,557
기타비유동금융자산	3,353	5,792	19,465	7,996	8,559
기타비유동자산	5,145	4,913	6,716	5,576	7,751
이연법인세자산	-	3,586	5,596	4,719	4
부채	452,568	776,959	984,580	1,224,152	841,475
유동부채	63,051	290,809	565,777	749,253	415,661
매입채무및기타채무	21,041	28,662	42,745	94,204	134,708
기타유동부채	24,743	171,299	338,337	404,929	32,827
단기차입금	7,000	27,800	2,000	54,162	95,273
유동성장기부채	7,623	61,568	167,514	159,255	136,701
파생상품금융부채	501	1,480	130	18,210	7,394
당기법인세부채	2,144	-	15,051	18,493	8,759
비유동부채	389,517	486,150	418,803	474,899	425,814
기타비유동부채	114,495	111,849	100,799	74,489	67,521
장기차입금	205,088	342,838	165,395	343,968	295,551
전환사채	35,322	-	65,320	-	-
파생상품부채	3,333	261	57,782	-	-
순확장금융부채	4,147	5,567	6,406	6,886	-
리스부채	1,250	726	293	1,098	958
이연법인세부채	25,883	24,910	22,809	48,458	50,297
자본	393,399	366,717	400,555	510,635	716,697
지배기업소유주지분	376,727	341,491	377,519	506,952	654,165
자본금	8,465	8,518	8,523	8,643	9,113
주식발행초과금	220,717	225,296	225,710	237,170	273,983
기타자본구성요소	98,820	98,514	115,066	201,941	169,352
이익잉여금(결손금)	48,726	9,164	28,220	59,199	201,716
비지배지분	16,672	25,226	23,037	3,683	62,533
자본및부채총계	845,967	1,143,676	1,385,135	1,734,787	1,558,173

현금흐름표					
(단위:백만원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23
영업활동현금흐름	15,978	22,317	175,765	43,040	71,201
영업에서창출된현금	31,483	31,126	182,348	72,068	113,168
이자지급	(9,495)	(7,995)	(8,443)	(16,238)	(21,890)
이자수취	699	1,013	1,415	3,120	2,346
법인세 환급및납부	(6,713)	(1,834)	444	(15,599)	(22,136)
배당금수취	5	8	-	(311)	(287)
투자활동현금흐름	(108,337)	(60,404)	(100,794)	(296,525)	(129,217)
단기대여금의감소	65	11,491	1,765	1,510	1,980
단기대여금의증가	(10,000)	(1,875)	(1,921)	(2,606)	(1,517)
유형자산의취득	(42,248)	(68,506)	(101,791)	(275,083)	(129,630)
유형자산의처분	203	50	103	2,758	205
무형자산의취득	(227)	(601)	(541)	(1,549)	(1,998)
단기금융상품의처분	40,376	46,038	18,343	47,033	7,278
단기금융상품의취득	(68,200)	(37,639)	(9,028)	(45,836)	(2,286)
장기금융상품의처분	300	447	200	1,297	289
장기금융상품의취득	(1,260)	(394)	(240)	(90)	(290)
장기선급공사비의증가	-	-	(1,293)	(646)	(1,208)
임차보증금의증가	(1,043)	(2,111)	(1,016)	(5,873)	(2,539)
임차보증금의감소	600	96	734	2,131	564
관계기업투자자산취득	(12,600)	-	(1,300)	(18,500)	-
당기손익공정가치측정금융상품증가	-	(3,000)	(4,809)	(1,150)	(450)
당기손익공정가치측정금융상품감소	-	-	-	78	386
재무활동현금흐름	111,361	190,266	(15,372)	139,953	(12,245)
신주발행비지급	(20)	(340)	(0)	(4)	(10)
단기차입금의상환	(117,300)	(45,878)	(39,396)	(12,116)	(25,800)
단기차입금의증가	96,589	66,678	13,596	65,035	70,761
유동성장기차입금의상환	(8,998)	(2,187)	(19,952)	(166,173)	(107,080)
장기차입금의증가	166,224	173,143	130,363	338,148	52,000
장기차입금의상환	(103,167)	(14,076)	(144,820)	(57,601)	(2,563)
전환사채의 증감	43,864	-	47,000	(14,000)	(6,158)
관계기업투자주식의추가취득	-	-	-	(11,896)	-
사채발행비지급	-	-	(825)	-	10,000
임대보증금의 증감	(25)	47	-	(24)	(20)
금융리스부채의지급	(1,034)	(1,121)	(1,337)	(1,417)	(3,375)
자기주식의처분	35,228	-	-	-	-
유상증자	-	14,000	-	-	-
현금및현금성자산의순증감	19,003	152,180	59,598	(113,532)	(70,261)
기초현금및현금성자산	20,675	54,678	206,857	266,456	(2)
연결범위변동으로인한증가	15,000	-	-	24,880	177,804
기말현금및현금성자산	54,678	206,857	266,456	177,804	107,541

Appx. 2. PBR Band(TTM)



Appx. 3. 재고자산의 변동, 분양 매출 회귀 분석



Appx. 4. 영업외손익 추정 Table

영업외손익 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
영업외손익	(8,168)	(18,018)	(36,241)	(56,769)	(28,024)	(884)	(28,907)	(26,316)	(26,389)
금융손익	5,912	(13,327)	(39,002)	(1,506)	(27,314)	(683)	(25,886)	(25,643)	(25,643)
이자손익	(14,270)	(14,475)	(17,443)	(25,131)	(24,960)	(683)	(25,643)	(25,643)	(25,643)
배당금수익	5	8	197	311	287	-	287	-	-
당기인식금융자산평가손익	44	(70)	30	(1,922)	562	-	562	-	-
당기인식금융자산처분손실	(1)	-	(4)	-	(64)	-	(64)	-	-
매도가능증권평가손실	(84)	-	-	-	-	-	-	-	-
파생상품평가손익	-	-	-	-	-	-	-	-	-
파생상품거래손익	36	40	3	129	88	-	88	-	-
파생상품금융부채평가손익	20,155	1,214	(17,004)	27,149	-	-	-	-	-
파생상품금융부채거래손실	-	(115)	(157)	(1,020)	-	-	-	-	-
사채상환손실	-	-	(3,907)	(347)	(633)	-	(633)	-	-
외환차손익	28	(1)	(1)	(12)	(13)	-	(13)	-	-
외환환산손익	-	72	(715)	(663)	(470)	-	(470)	-	-
기타손익	(14,166)	(4,779)	2,100	(55,267)	(943)	(201)	(1,144)	(673)	(746)
유형자산처분손익	44	(119)	(38)	(4)	(167)	-	(167)	-	-
유형자산상각비	(1,241)	(1,197)	(1,088)	(271)	-	-	-	-	-
유형자산재평가손익	-	-	-	(3,610)	-	-	-	-	-
유형자산상차손	(8,833)	(1,174)	2,253	-	-	-	-	-	-
관계주식상차손	(405)	(62)	(102)	(17)	-	-	-	-	-
기타비유동자산상차손	(2,529)	(625)	(107)	(178)	-	-	-	-	-
대손충당금환입	13	94	-	-	-	-	-	-	-
기타의 대손상각비	(83)	(340)	(52)	(52)	(16)	-	(16)	-	-
기부금	(308)	(1,366)	(368)	(521)	(602)	(201)	(802)	(673)	(746)
유형자산폐기손실	-	-	-	(50,400)	(566)	-	(566)	-	-
보험금수익	-	-	701	-	-	-	-	-	-
보상금수익	-	-	1,000	-	-	-	-	-	-
잡손익	(825)	9	(98)	(213)	405	-	405	-	-
지분법손익	86	88	661	4	234				

*금강산리조트&골프운영부분의 유형자산 멸실이 확인 되어 해당 유형자산의 50,400백만 원의 폐기손상을 인식

Appx. 5. 이자수익/비용 추정 Table

이자부자산유효이자율									
(단위:백만원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
기말이자부자산	96,036	232,704	298,250	198,271	122,439	122,439	122,439	122,439	122,439
평균이자부자산	96,036	164,370	265,477	248,260	160,355	122,439	122,439	122,439	122,439
이자수익	1,076	1,361	1,526	3,566	2,574	1,212	3,786	3,786	3,786
유효이자율(%)	1.1%	0.8%	0.6%	1.4%	1.6%	1.0%	3.1%	3.1%	3.1%

이자부부채유효이자율									
(단위:백만원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23E	2023E	2024E	2025E
기말이자부부채	223,858	437,772	341,314	564,271	527,525	527,525	527,525	527,525	527,525
평균이자부부채	223,858	330,815	389,543	452,793	545,898	527,525	527,525	527,525	527,525
이자비용	15,346	15,836	18,969	28,698	27,534	1,895	29,429	29,429	29,429
유효이자율(%)	6.9%	4.8%	4.9%	6.3%	5.0%	0.4%	5.6%	5.6%	5.6%

Appx. 6. 법인세 비용 추정 Table

법인세비용 추정			
(단위: 백만 원)	2023E	2024E	2025E
세전순이익	191,604	(14,894)	71,344
2억 원 이하	9.9%	20	-
2억 원 초과 200억 원 이하	20.9%	4,138	-
200억 초과 3,000억 원 이하	23.1%	171,604	-
법인세비용	175,762	-	55,502

Appx. 7. 사업부별 EBITDA Margin

동사 사업부별 EBITDA, EBITDA Margin(%)					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	~3Q23
매출액	142,704	114,059	219,820	325,346	806,076
EBITDA	26,615	(11,392)	78,290	139,343	284,837
EBITDA Margin(%)	18.65%	-9.99%	35.62%	42.83%	35.34%
운영플랫폼 개발 및 분양	38,233	17,945	98,554	161,585	674,713
EBITDA	10,092	(20,773)	61,537	106,417	273,289
EBITDA Margin(%)	26.40%	-115.76%	62.44%	65.86%	40.50%
리조트 운영	104,471	96,114	121,266	163,761	131,363
EBITDA	16,523	9,381	16,753	32,926	11,548
EBITDA Margin(%)	15.82%	9.76%	13.82%	20.11%	8.79%

Appx. 8. 감가상각비 추정 Table

감가상각비 추정		2019	2020	2021	2022	~3Q23	2023E	2024E	2025E
(단위: 백만 원)									
구축물	기말BV	18,185	17,366	16,949	20,915	24,099	25,364	26,952	28,672
	평균BV	18,699	17,775	17,158	18,932	22,507	24,732	26,158	27,812
	감가상각비	1,090	1,099	1,092	1,386	1,265	1,589	1,719	1,855
	상각률(%)	5.8%	6.2%	6.4%	7.3%	5.6%	6.4%	6.6%	6.7%
기계장치	기말BV	700	577	991	1,154	1,535	1,950	2,750	3,780
	평균BV	710	639	784	1,073	1,345	1,742	2,350	3,265
	감가상각비	384	343	223	509	415	800	1,031	1,352
	상각률(%)	54.0%	53.7%	28.4%	47.5%	30.9%	45.9%	43.9%	41.4%
시설장치	기말BV	5,317	9,229	27,146	27,894	29,447	34,985	41,926	50,195
	평균BV	5,806	7,273	18,187	27,520	28,671	32,216	38,455	46,060
	감가상각비	2,999	3,757	3,941	6,508	5,538	6,941	8,269	9,575
	상각률(%)	51.7%	51.7%	21.7%	23.6%	19.3%	21.5%	21.5%	20.8%
차량운반구	기말BV	352	391	1,164	1,496	3,176	3,562	4,277	5,075
	평균BV	403	372	778	1,330	2,336	3,369	3,919	4,676
	감가상각비	161	182	184	311	386	714	799	906
	상각률(%)	40.0%	48.9%	23.7%	23.4%	16.5%	21.2%	20.4%	19.4%
공구와기구	기말BV	57	56	43	31	21	31	41	54
	평균BV	77	57	49	37	26	26	36	47
	감가상각비	39	29	18	14	10	10	13	18
	상각률(%)	50.8%	51.2%	35.8%	38.2%	37.3%	37.1%	37.5%	37.3%
집기비품	기말BV	14,470	10,813	9,399	10,631	38,050	42,274	61,035	84,845
	평균BV	18,218	12,641	10,106	10,015	24,340	40,162	51,655	72,940
	감가상각비	8,963	6,371	4,257	4,521	4,224	18,762	23,810	32,836
	상각률(%)	49.2%	50.4%	42.1%	45.1%	17.4%	46.7%	46.1%	45.0%
유형자산 감가상각비		13,635	11,780	9,714	13,249	11,838	28,815	35,641	46,542
건물	기말BV	352,496	354,775	351,731	416,214	624,589	632,803	647,031	661,601
	평균BV	361,218	353,635	353,253	383,972	520,402	628,696	639,917	654,316
	감가상각비	7,977	7,875	8,017	9,016	8,213	14,228	14,570	14,980
	상각률(%)	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	1.6%	2.3%	2.3%	2.3%
투자부동산 감가상각비		7,977	7,875	8,017	9,016	8,213	14,228	14,570	14,980
사용권자산	기말BV	2,443	1,762	1,452	2,283	2,051	3,161	4,936	7,959
	평균BV	2,409	2,103	1,607	1,867	2,167	2,606	4,048	6,447
	감가상각비	1,005	1,263	1,413	1,544	1,110	1,774	3,024	5,051
	상각률(%)	41.7%	60.1%	87.9%	82.7%	51.2%	68.1%	74.7%	78.3%
사용권자산 감가상각비		1,005	1,263	1,413	1,544	1,110	1,774	3,024	5,051
총 감가상각비		22,617	20,918	19,144	23,809	21,161	44,817	53,235	66,573
매출원가 안분금액		14,511	15,613	14,617	18,670	14,476	32,892	40,298	50,572
안분 비율(%)		64.2%	74.6%	76.4%	78.4%	68.4%	73.4%	75.7%	76.0%
판관비 안분금액		6,509	5,305	4,527	5,139	6,685	11,925	12,936	16,001
안분 비율(%)		28.8%	25.4%	23.6%	21.6%	31.6%	26.6%	24.3%	24.0%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.