DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

아난티 025980

지금부터는 운영에 눈을 돌려야 할 때

운영 부문 안정화, 플랫폼 사업모델 확장

아난티 운영사업의 이익 체력이 높아지고 있다. 운영에 대한 노하우가 생기고 국내 여행 수요 증가로 객실 가동률 상승, 각종 비용절감 노력 등 때문이다. 특히 2023년에는 빌라쥬드와 제주도 사업장도 온기로 반영되고 2024년도부터는 운영부문에서만 연간 영업이익이 약 400억원에 달할 것으로 예상된다. 플랫폼 비즈니스도 지속 확장 중이다. 아난티 타운과 이터널 저니는 적용 사이트를 넓히고 있으며 온라인 채널도 구축 중이다. 또한 아난티 브랜드와 운영 방식을 전수하는 형태의 해외 진출도 고려하고 있어 리스크를 최소화하고 이익을 극대화하는 사업이 확대될 전망이다.

국내 플랫폼 늘어나면서 실적은 탄탄대로

2023년은 분양규모만 약 8,000억원에 달하는 빌라쥬드 실적이 반영됨에 따라 매출액은 1조원을 상회할 것으로 보이며 영업이익은 전년 대비 122% 증가한 2,805억원으로 추정한다. 빌라쥬드는 현재 분양률이 80%를 상회했고 자금이 많이 투입되는 구간도 벗어나 내년 상반기 완공만을 앞두고 있다. 워낙 큰 규모의 프로젝트로 2023년 이후에는 실적이 다시 축소되겠지만 청평과 제주도 분양이 남아있고 운영부문 성과도 계속 커질 것으로 보이는 등 해가 갈수록 실적은 꾸준히 좋아질 것으로 보인다.

투자의견 'BUY', 목표주가 10,000원 제시

아난티에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 10,000원을 제시한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS에 Target PER 10배를 적용했다. 2024년도 추정치를 기준으로 삼은 이유는 빌라쥬드 분양 매출액이 2023년에만 반영이 된다는 점, 2024년부터는 운영 이익 기여도가 약 40%까지 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 단순 리조트 개발을 넘어 리테일, 온라인, 해외 등 다양한 사업 모델로 확장시키고 있어 Target PER도 무리 없다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	114	220	340	1,013	515
영업이익	-32	60	126	281	120
영업이익률(%)	-27.8	27.2	37.1	27.7	23.4
세전이익	-50	23	67	275	115
지배주주지분순이익	-39	19	47	104	88
EPS(원)	-462	221	556	1,218	1,033
증감률(%)	적지	흑전	151.1	119.2	-15.2
ROE(%)	-11.0	5.2	11.8	21.8	15.4
PER (배)	-17.5	47.7	11.3	5.2	6.1
PBR (배)	2.0	2.4	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	-78.5	13.8	5.1	2.4	5.3

자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·건설
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

2022.12.07

BUY(신규)

목표주가(신규)	10,000원
현재주가(12/06)	6,280원
상승여력	59.2%

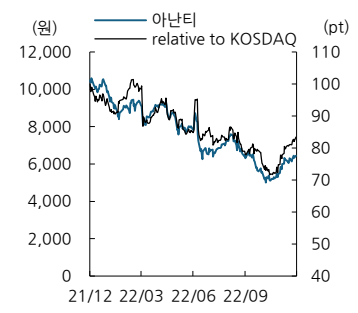
Stock Data

KOSDAQ	719.4pt
시가총액(보통주)	543십억원
발행주식수	86,429천주
액면가	100원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	455천주
60일 평균거래대금	2,684백만원
외국인 지분율	5.7%
52주 최고가	10,850원
52주 최저가	5,010원
주요주주	
중앙디앤엘(외 5인)	31.7%
Rogers. JR. James Beeland(외 1인)	0.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	14.8	11.1
3M	-3.1	4.6
6M	-21.8	-2.5

주가차트



운영 부문 안정화로 본격적인 이익 확대

2022년 운영에서만 연간 영업이익 173억원 달성 전망

이익규모 가장 큰 부산, 가평 적자 폭 축소, 제주도 신규 반영

아난티 첫 번째 투자포인트는 운영 부문에서의 이익 체력 강화이다. 남해를 제외하고 오픈 이후 부산과 가평에서는 매년 리조트 운영에서 적자를 기록했다. 하지만 운영 횟수가 쌓이면서 노하우가 생기고 국내 여행 수요 증가에 따른 객실 가동률 상승, 각종 비용절감 노력 등을 통해 2020년에 부산은 흑자 전환했으며 가평도 올해 적자폭이 크게 축소되고 있다. 이에 2020년 -92억원에 달했던 운영부문 영업적자는 2021년 -1억원까지 줄어들었으며 2022년에는 173억원의 영업이익이 예상되고 있다. 사이트별로는 부산이 100억원을 상회하며 이익규모가 가장 클 것으로 보이며 가평 적자폭 축소, 제주도 신규 반영 등이 주요 이슈로 작용할 전망이다.

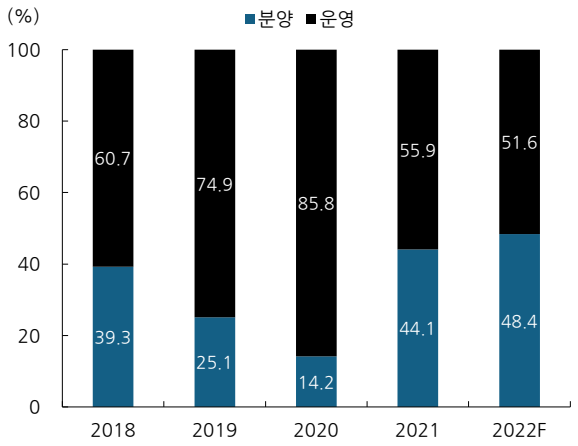
과거 분양 사업 의존도 높아 분양실적에 따라 주가 반응

기존 아난티 실적은 분양 사업 의존도가 절대적이었던 만큼 분양수익이 없을 경우 이익규모가 작아 높은 밸류에이션 적용이 쉽지 않았다. 실제로 가평과 부산 분양을 진행했던 2015~2016년에는 연간 영업이익이 각각 501억원, 357억원으로 눈에 띄는 실적을 달성했으며 주가 역시 가파르게 상승했다. 이후 분양실적 공백, 가평과 부산 오픈을 통한 운영 초기 단계에 들어가면서 2020년에는 -317억원의 대규모 적자를 시현했고 2019년에는 대북 테마주로 엮이면서 사업 내용은 시장에서 완전히 소외되었다.

운영부문에서의 이익 확대로 분양 없이도 꾸준한 이익 창출 가능

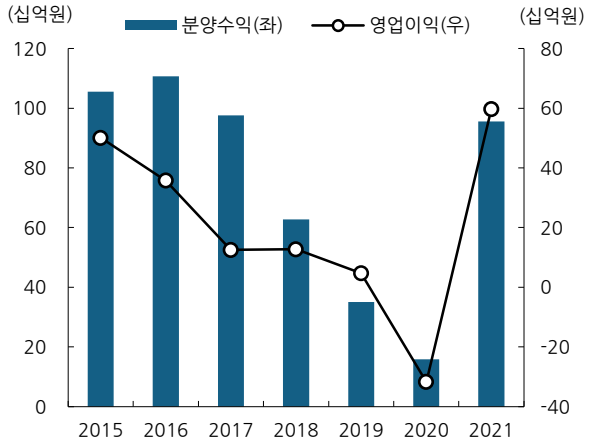
따라서 운영부문에서의 이익 확대는 아난티가 재조명되고 주가가 상승할 수 있는 요인이다. 그 이유는 분양은 규모와 관계없이 결국 일회성인 사업으로 운영에서의 안정적이고 꾸준한 이익 창출이 중요하기 때문이다. 2022년 운영부문 이익 발생에 이어 제주도와 빌라쥬드가 반영되는 2023년부터는 더욱 좋아질 것으로 예상한다. 이미 제주도는 이익을 내고 있으며 규모가 큰 빌라쥬드도 아난티 코브 운영 경험을 기반으로 빠르게 안정될 것으로 보인다. 이에 따라 향후 분양수익을 '0'으로 가정하더라도 연간 운영부문에서만 기본적으로 약 400억원 수준의 영업이익 창출이 가능할 것으로 판단하며 청평 등 신규 사이트 확장도 계속 진행하고 있어 매년 운영부문 이익 규모는 커질 것으로 예상한다.

그림1 연간 분양과 운영수익 비중 추이



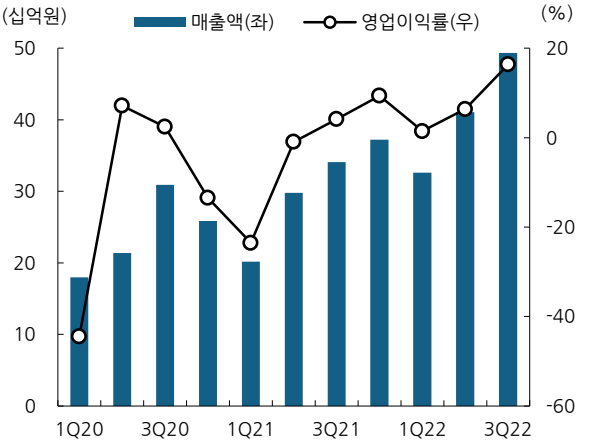
자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터
주: 기타수익 제외

그림2 연간 분양수익과 영업이익 추이



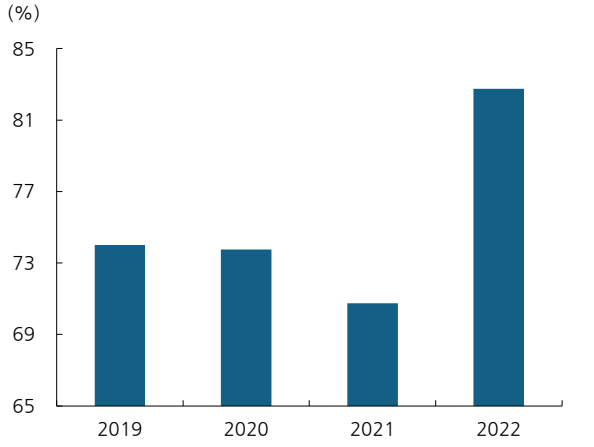
자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터

그림3 분기별 운영부문 매출액과 영업손익 추이



자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터
주: 아난티앳강남은 제외

그림4 연간 객실 가동률



자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터

그림5 아난티 전국 플랫폼 현황

자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터

플랫폼 사업 모델 확장

'아난티 타운' 강남 버전으로 확장, 해외 진출도 추진

아난티 타운과 이터널 저니 사업 모델 확장

2017년 부산 아난티 코브를 오픈하면서 아난티 타운과 이터널 저니를 선보였다. 국내 많은 휴양지들은 숙박시설 위주로 단지 조성이 되어 있어 객실수입 외 부대 시설을 통한 추가 수익 발생에 한계가 있다. 아난티는 비회원 고객들도 이용할 수 있는 서점과 카페, 레스토랑 등 다양한 샵들을 입점시키면서 추가 수익을 창출시키고 있으며 아난티 타운은 강남 버전으로도 준비하며 2023년 오픈을 목표로 하고 있다. 또한 이터널 저니는 온라인 채널을 구축해 온라인 전용 편집샵을 만들고 애슬레저웨어, 슈즈, 뷰티, 식품 등을 개발 및 유통할 예정이다. 이미 가평, 남해, 부산에 자리잡은 이터널 저니가 온라인으로도 확장되면서 새로운 매출처가 생길 것으로 보인다.

브랜드와 운영방식 수출하는 방식으로 해외 진출도 도모

해외 진출도 추진하고 있다. 국내와 달리 부지 매입부터 직접 개발을 하지 않고 아난티 브랜드와 운영방식을 수출하는 방향이 될 것으로 예상한다. 과거 중국민생투자유한공사로부터 투자를 유치해 중국을 중심으로 한 해외 진출을 고민했었으나 현재는 아난티만의 방식으로 리스크는 최소화 하면서 이익을 극대화시킬 것으로 판단한다. 국내 리조트 산업에서는 이미 독보적으로 1등을 하며 트렌드를 이끌고 있고 추가로 개발할 수 있는 지역들도 여전히 많지만 2023년 해외 사업이 구체화 된다면 새로운 성장 동력으로 작용할 것으로 예상한다.

그림6 아난티 타운

자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터

그림7 이터널 저니

자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터

국내 플랫폼 늘어나며 실적은 탄탄대로

2022년 연간 영업이익 1,000억원 상회, 빌라쥬드 분양은 2023년에 반영

2022년 분양과 운영 모두 고른 성장 예상

2022년 실적은 매출액 3,403억원(+54.8%, YoY)과 영업이익 1,262억원(+111.3%, YoY)으로 전망한다. 4분기 분양은 남해와 제주도가 유입되면서 500억원 이상의 매출액을 달성할 것으로 보이며 운영 매출액도 꾸준히 증가해 전년 동기 대비 39% 성장한 515억원으로 추정한다. 영업이익은 수익성이 좋은 분양 매출액과 운영 부문에서의 견조한 이익흐름이 이어지면서 전년 동기 대비 94% 성장한 463억원을 예상한다. 올해 6월에 오픈한 강남호텔은 일부 재정비를 통해 2023년부터 본격적인 매출 확대가 이루어질 것으로 보인다.

2023년 빌라쥬드 분양 매출 반영되며 역대급 실적 예상

2023년은 분양규모만 약 8,000억원에 달하는 빌라쥬드 실적이 반영됨에 따라 매출액과 영업이익 모두 역대 최고 실적을 실현할 것으로 예상한다. 매출액은 1조원을 상회할 것으로 보이며 영업이익은 전년대비 122% 증가한 2,805억원으로 추정한다. 빌라쥬드는 현재 분양률이 80%를 상회하고 있으며 자금이 많이 투입되는 구간도 지나간 만큼 내년 상반기 완공만을 앞두고 있다. 워낙 큰 규모의 프로젝트로 2023년 이후에는 실적이 다시 축소되겠지만 청평과 제주도 분양이 남아있어 매년 연평균 1,000~2,000억원 수준의 분양 매출액이 발생할 것이고 2024년도부터는 운영 매출액이 분양을 넘어설 것으로 예상되는 등 리조트 운영업체로서의 강점이 부각될 것으로 판단한다.

표1 아난티 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**55.6**	**56.2**	**39.4**	**68.6**	**85.6**	**56.9**	**90.9**	**107.0**	**219.8**	**340.3**	**1,012.8**	**514.8**
YoY	*171.2%*	*143.6%*	*17.2%*	*86.1%*	*53.9%*	*1.2%*	*130.6%*	*56.0%*	*92.7%*	*54.8%*	*197.6%*	*-49.2%*
분양	34.5	25.8	4.6	30.6	52.2	15.3	41.1	55.0	95.5	163.5	800.0	150.0
운영	20.2	29.8	34.1	37.2	31.1	42.6	49.3	51.5	121.3	174.5	210.3	362.3
기타	0.9	0.6	0.8	0.8	2.3	-1.0	0.5	0.5	3.0	2.3	2.5	2.5
영업이익	**21.6**	**16.4**	**-2.0**	**23.8**	**35.4**	**5.1**	**39.4**	**46.3**	**59.7**	**126.2**	**280.5**	**120.5**
영업이익률	*38.8%*	*29.2%*	*-5.2%*	*34.7%*	*41.4%*	*9.0%*	*43.3%*	*43.2%*	*27.2%*	*37.1%*	*27.7%*	*23.4%*
지배주주 순이익	**14.7**	**-5.2**	**-24.6**	**33.9**	**28.7**	**-46.6**	**29.7**	**35.7**	**18.9**	**47.4**	**103.8**	**88.0**
순익률	*26.4%*	*-9.2%*	*-62.3%*	*49.4%*	*33.5%*	*-82.0%*	*32.7%*	*33.4%*	*8.6%*	*13.9%*	*10.3%*	*17.1%*

자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터

[아난티 025980]

재무상태표 (십억원)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	352	467	453	515	604
현금 및 현금성자산	207	266	240	268	228
매출채권 및 기타채권	4	8	9	12	13
재고자산	120	178	190	222	349
기타	21	14	14	14	14
비유동자산	792	919	1,005	1,058	1,061
관계기업투자등	6	13	19	19	10
유형자산	766	873	952	1,005	1,032
무형자산	4	4	4	4	5
자산총계	1,144	1,385	1,458	1,573	1,665
유동부채	291	566	590	600	604
매입채무 및 기타채무	49	61	85	95	99
단기금융부채	91	170	170	170	170
기타유동부채	151	336	336	336	336
비유동부채	486	419	420	420	421
장기금융부채	344	289	289	289	289
기타비유동부채	142	130	131	132	133
부채총계	777	985	1,010	1,021	1,025
지배주주지분	341	378	425	529	617
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	244	245	245	245	245
이익잉여금	9	28	76	179	267
비지배주주지분(연결)	25	23	23	23	23
자본총계	367	401	448	552	640

손익계산서 (십억원)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	114	220	340	1,013	515
매출원가	77	97	127	475	265
매출총이익	37	123	213	538	250
판매비 및 관리비	69	64	87	257	130
영업이익	-32	60	126	281	120
(EBITDA)	-11	78	148	304	144
금융손익	-14	-18	-20	-12	-14
이자비용	16	19	24	15	15
관계기업등 투자손익	0	1	1	1	1
기타영업외손익	-4	-19	-39	6	8
세전계속사업이익	-50	23	67	275	115
계속사업법인세비용	-5	7	23	67	26
계속사업이익	-45	17	44	208	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-45	17	44	208	89
지배주주	-39	19	47	104	88
총포괄이익	-45	33	44	208	89
매출총이익률 (%)	32.6	56.1	62.7	53.1	48.6
영업이익률 (%)	-27.8	27.2	37.1	27.7	23.4
EBITDA마진률 (%)	-10.0	35.6	43.6	30.0	28.1
당기순이익률 (%)	-39.3	7.6	12.9	20.5	17.2
ROA (%)	-4.0	1.5	3.3	6.9	5.4
ROE (%)	-11.0	5.2	11.8	21.8	15.4
ROIC (%)	-4.1	7.5	13.7	31.5	11.9

현금흐름표 (십억원)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	22	176	81	104	2
당기순이익(손실)	-45	17	44	208	89
비현금수익비용가감	33	62	26	-80	38
유형자산감가상각비	20	18	21	23	23
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	13	43	2	-105	13
영업활동 자산부채변동	42	104	11	-24	-125
매출채권 감소(증가)	0	-4	-1	-3	-1
재고자산 감소(증가)	-89	-52	-12	-31	-128
매입채무 증가(감소)	-4	7	24	10	4
기타자산, 부채변동	135	153	0	0	0
투자활동 현금	-60	-101	-108	-76	-41
유형자산처분(취득)	-68	-102	-101	-75	-50
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	15	3	-6	1	10
기타투자활동	-7	-2	0	0	0
재무활동 현금	190	-15	0	0	0
차입금의 증가(감소)	177	-15	0	0	0
자본의 증가(감소)	14	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	152	60	-27	28	-39
기초현금	55	207	266	240	268
기말현금	207	266	240	268	228
NOPLAT	-23	42	82	212	93
FCF	-29	82	-27	28	-39

주요투자지표 (원, 배)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-17.5	47.7	11.3	5.2	6.1
P/B	2.0	2.4	1.3	1.0	0.9
P/S	6.0	4.1	1.6	0.5	1.0
EV/EBITDA	-78.5	13.8	5.1	2.4	5.3
P/CF	n/a	11.5	7.7	4.2	4.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-20.1	92.7	54.8	197.6	-49.2
영업이익	적전	흑전	111.3	122.3	-57.1
세전이익	적지	흑전	185.9	309.6	-58.2
당기순이익	적지	흑전	162.7	373.8	-57.3
EPS	적지	흑전	151.1	119.2	-15.2
안정성 (%)					
부채비율	211.9	245.8	225.5	185.0	160.3
유동비율	121.0	82.5	76.7	85.7	100.0
순차입금/자기자본(x)	56.7	44.8	46.1	32.3	34.0
영업이익/금융비용(x)	-2.0	3.1	5.4	18.6	8.0
총차입금 (십억원)	435	458	458	458	458
순차입금 (십억원)	208	180	206	178	218
주당지표(원)					
EPS	-462	221	556	1,218	1,033
BPS	4,009	4,429	4,985	6,203	7,236
SPS	1,339	2,579	3,993	11,883	6,041
CFPS	-133	921	817	1,495	1,485
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주: K-IFRS 연결기준 / 자료: 아난티, DS투자증권 리서치센터

아난티 (025980) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-12-06	담당자변경			
2022-12-07	Buy	10,000		

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
BUY	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT	
NEUTRAL	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
REDUCE	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT	

투자의견 비율

기준일 2022.09.30

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.