

모나용평 (070960)

대관령 아래에서 텐베거의 향기가 난다

2024년 8월 19일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	7,000 원 (신규)
✓ 상승여력	87.9%	✓ 현재주가 (8월 16일)	3,725 원

신한생각 2032년까지 럭셔리 콘도 분양이 이끄는 리레이팅 국면

모나용평은 대관령에 약 4,000억원 규모 토지를 보유한 리조트 디벨로퍼. 용평리조트 부지 내 고급 콘도 분양에 따라 2032년까지 실적 강세 지속 예상. 분양사업의 영업이익률은 20%를 상회하며, 프로젝트파이낸싱 없이 선분양 형태로 현금흐름도 안정적. 자산가치대비 저평가 해소 예상

럭셔리 콘도의 흥행 호조와 지속가능성, 그리고 빅픽처

모나용평이 2022년 10월 분양 개시한 루송채는 평당 4,070만원으로 국내 최고가이며 서울 주요 아파트 시세와 유사. 가장 비싼 248평형(101억원)과 180평형(73억원)은 초기에 완판. 현재 콘도 시장에서 하이엔드 풀구좌 (온전한 소유권) 매물은 품귀, 타이트한 공급 속에 기존매물 가격 상승세. 신규개발 역량과 토지를 보유한 모나용평이 헤게모니를 질 수 있는 상황

하이엔드 콘도 시장은 증가하는 슈퍼리치에 의해, 미드엔드 콘도 시장은 은퇴하는 베이비부머 세대에 의해 탄력을 받을 것으로 예상. 일본 니세코 사례에 주목. 스키장을 이용한 관광유치로 인구소멸 위기 지역에서 평당 1억원대 스키빌리지로 개벽. 우리나라에서 사계절 휴양환경이 가장 뛰어난 대관령에 대규모 토지를 보유한 모나용평의 잠재력에 주목할 필요

Valuation & Risk

투자이건 '매수', 목표주가 7,000원 신규 제시. 목표주가는 24년 예상 PBR(주가순자산비율) 0.8배 적용. 현 주가는 PER(주가수익비율) 4.2배, PBR 0.4배로 동종기업 평균(11.7배, 1.6배) 대비 크게 저평가. 인근 알펜시아리조트는 2021년 7,100억원에 매각되었고, 모나용평의 2032년까지 콘도 개발실적을 바탕으로 DCF(현금흐름할인법) 접근시 목표시총 5,500억원 도출. 상대적, 절대적 저평가 메리트 충분

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	143.3	1.6	(12.1)	(14.0)	(3.2)	0.4	15.6	0.0
2023	211.6	21.4	10.0	14.7	2.6	0.4	5.2	0.0
2024F	390.7	65.8	42.4	4.2	10.4	0.4	2.3	0.0
2025F	451.1	81.3	57.2	3.1	12.5	0.4	1.6	0.0
2026F	524.2	98.6	75.6	2.4	14.4	0.3	1.0	0.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핵심성장]

최승환 연구위원
✉ hani86@shinhan.com

이병화 연구위원
✉ bh.lee@shinhan.com

Revision

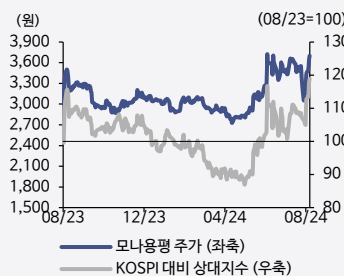
실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	179.3십억원
발행주식수(유동비율)	48.1백만주(52.7%)
52주 최고가/최저가	3,725 원/2,725 원
일평균 거래액 (60일)	906백만원
외국인 지분율	1.6%

주요주주 (%)	
세계평화통일가정연합유지재단 외 8인	45.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	7.7	28.9	5.7	21.3
상대	16.4	33.1	2.8	22.5

주가



I. 투자 의견 및 밸류에이션

투자 의견 '매수', 목표주가 7,000원 제시

우수한 입지조건을 갖춘 대규모 자체토지 보유 상대가치, 절대가치 모두 극단적 저평가 영역

모나오픽에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 7,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 2024년 예상 PBR(주가순자산비율) 0.8배를 적용했다. 오픽리조트 단지 내 자체토지를 기반으로 2032년까지 대규모 개발이익이 예상됨에 따라, 순자산 대비 현저히 할인된 주가의 재평가가 기대된다.

목표주가 산정 테이블

항목		24F	25F	26F
자본총계	(십억원)	428.2	485.4	561.0
목표배수	(배)	0.8	0.8	0.8
목표 기업가치	(십억원)	342.6	388.3	448.8
목표 주당가치	(원)	7,116.9	8,067.3	9,323.4
목표주가	(원)	7,000		
현 주가	(원)	3,725		
상승여력	(%)	87.9		

자료: 신한투자증권

상대가치 평가

모나오픽은 콘도 분양이 회사의 실적을 크게 좌우하는 부동산 디벨로퍼 성격의 기업이다. 디벨로퍼의 경쟁력을 판단하는 데 가장 중요한 것은 잠재력 있는 토지 확보이다. 모나오픽의 자산항목에서 토지가 4,403억원으로 가장 큰 비중을 차지하는데, 대부분 오픽리조트 시설 및 콘도 개발용지이며 자산재평가 받지 않은 평당 약 20만원대의 장부가 상태이다. 자체 토지를 기반으로 한 콘도 개발은 수익성도 높고 리스크도 최소화할 수 있어, 기업가치 상승을 위한 발판이 될 것이다.

모나오픽 인근에 위치한 알펜시아리조트는 2021년 7,100억원에 매각되었다. 모나오픽이 알펜시아와 동일 입지에 규모는 더 크고, 휴양인프라는 우위에 있다는 점을 감안하면 현재 모나오픽의 자산가치는 지나치게 저평가되어 있다. 수익가치 관점에서는 2024년 예상 PER 4.2배, EV/EBITDA 2.3배로 동종기업 평균인 11.7배, 7.1배 대비 크게 할인되어 있다.

동종기업 비교 테이블

(십억원, 배, %)	원화시가총액	PER	EV/EBITDA	PBR	매출성장률	순익성장률	ROE
070960 KS 모나오픽	179	4.2	2.3	0.4	84.6	324.3	10.4
TNLU S 트래블+레저	4,069	7.6	6.7		3.2	(1.5)	265.4
VACUS 메리어트 베케이션	3,432	11.2	7.3	1.2	2.6	(17.9)	8.7
HGVUS 힐튼 그랜드 베케이션	5,041	11.8	7.1	1.8	26.2	(14.8)	9.1
4681 JP 리조트트러스트	2,446	16.1	7.1	1.9	15.3	2.1	12.1

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 24년 예상치 기준

절대가치 평가: 현금흐름할인법(DCF)으로 산출한 목표시총 5,500억원

DCF로 산출한 목표시총
5,500억원, 주당 11,500원

모나옴평은 2020년 강원도로부터 올림픽특구사업 시행자로 선정된 이래 옴평리 조트 부지에 콘도 개발을 지속하고 있다. 옴평의 기존 입지와 인프라를 활용할 수 있고, 지자체 인허가도 원활해진 만큼 회사의 개발계획을 이행하는 데 어려움이 없을 것으로 예상된다. 옴평 외 지역으로의 확장도 기대된다. 고창, 강릉, 포항 각 지자체와 종합테마파크를 조성 및 운영하는 협약이 체결되어 있다. 이 중 2025년 3분기 착공이 확정된 고창만 추정에 포함했다. 2032년까지 개발 계획을 바탕으로 현금흐름할인법을 적용하여 산출한 목표시총은 5,500억원이다. 기업가치 산출에 가중평균자본비용(WACC) 10%, 영구성장률 0%를 가정했다.

DCF 추정 테이블										
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
매출액	211.7	390.7	451.1	524.2	436.4	560.2	647.2	558.1	432.0	466.2
운영	138.6	163.1	174.3	180.7	191.5	199.7	203.7	207.8	211.9	216.2
분양	73.1	227.6	276.9	343.5	244.9	360.5	443.5	350.3	220.0	250.1
영업이익	21.4	65.8	81.3	98.6	74.9	104.6	125.7	102.6	70.4	78.2
운영	2.7	10.7	12.1	12.7	13.7	14.5	14.8	15.1	15.4	15.7
분양	18.7	55.1	69.2	85.9	61.2	90.1	110.9	87.6	55.0	62.5
유효법인세율(%)	21.6	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
세후영업이익(a)	16.8	51.3	63.4	76.9	58.4	81.6	98.0	80.1	54.9	61.0
감가상각비(b)	17.2	19.6	20.1	20.5	21.0	21.5	22.0	22.5	23.0	23.5
운전자본증감(c)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
설비투자(d)	26.1	26.4	26.9	27.4	28.0	28.6	29.1	29.7	30.3	30.9
잉여현금흐름(e=a+b-c-d)	7.9	44.6	56.6	70.0	51.5	74.6	90.9	72.9	47.6	53.6
잉여현금흐름의 현재가치		44.6	51.5	57.9	38.7	50.9	56.4	41.1	24.4	25.0
[합산] (A)		390.5								
영구가치의 현재(B)		250.1								
2Q24 순현금(C)		(87.7)								
목표시총(A+B+C)		552.9								

자료: 신한투자증권

모나옴평 분양사업 파이프라인																
지역	콘도명	예상분양매출(십억원)	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36
옴평 (자체부지)	루송채	420.0														
	앙디뉴	494.4														
	디로커스	240.0														
	필레첸	800.9														
	빌라콘도 재건축	550.1														
	H콘도	100.1														
	옴평콘도 재건축	669.1														
그 외	고창테마파크	276.6														
	강릉 프리시에	미정														
	포항 코스타밸리	미정														

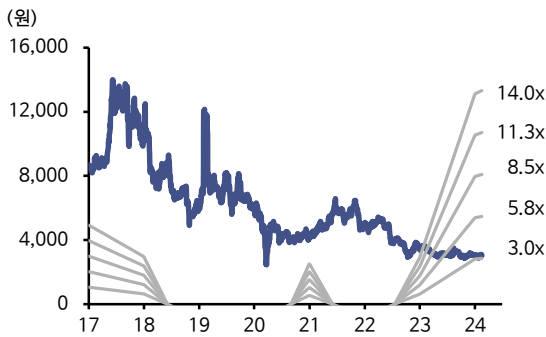
자료: 신한투자증권

주가추이와 이벤트



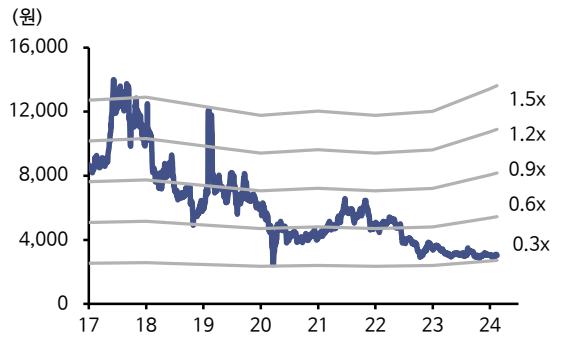
자료: 신한투자증권

P/E Band Chart



자료: 신한투자증권

P/B Band Chart



자료: 신한투자증권

II. 기업개요

하이엔드 리조트 디벨로퍼

국내 최초 스키장에서 국내 최대 리조트 개발사업자로 발전

강원도 평창군 대관령면에 위치한 종합리조트 사업자이다. 1975년 국내 최초의 현대식 스키장을 개장했다. 1981년 쌍용그룹에 인수된 후 용평콘도를 건설했다. 2003년 세계일보로 최대주주가 변경되었다. 1999년 동계 아시안게임과 2018년 평창올림픽을 치른 국제공인 스키장 14면 슬로프, 45홀 규모의 골프장, 워터파크, 3,356실의 호텔 및 콘도를 보유하고 있다.

2018년 평창올림픽 폐회 이후 강원도의 후속 개발정책에 의해 2020년 올림픽특구사업 시행자로 선정되었다. 개발계획에 따라 용평부지에 2032년까지 콘도 개발사업을 진행하게 된다. 이 사업은 향후 수년간 실적과 기업가치를 견인할 것으로 기대된다. 추가적으로 고창, 포항, 강릉 등 타 지자체 레저단지 개발사업에도 사업자로 선정되어, 5년 내 전국구 체인으로 발돋움할 예정이다.

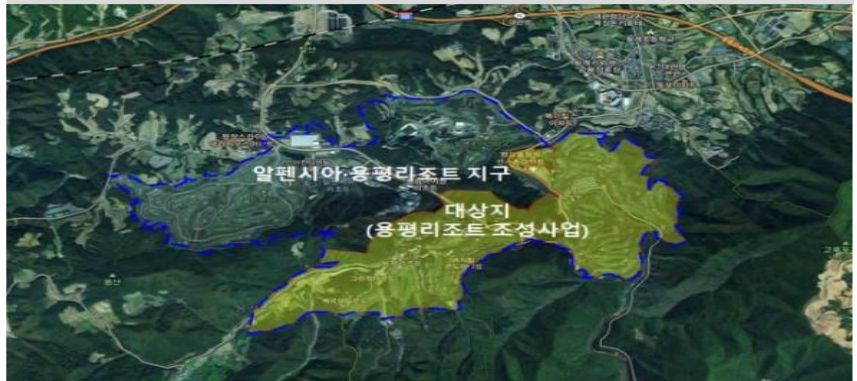
모나윙 사업부문 개요

MONA 용평 리조트 플랫폼

콘도리조트	스키장	워터파크	골프장	스포츠 테마파크
				
무청포 비제벨리스 용평 아울리스 용평 투송채	용평 스키 리조트 14면 슬로프	지하 1층, 지하 4층 규모 일 평균 3,200명 방문	버치필 CC, 용평CC, 용평9 45 홀 규모	국내최초 인공 래프팅 스포츠 테마파크

자료: 신한투자증권

강원도 올림픽특구사업 용평리조트 조성사업지



자료: 강원특별자치도, 신한투자증권

고마진 콘도 개발부지인
영업자산으로서의 성격이 큰
토지에 대한 과도한 할인
불필요

매출부문은 분양사업과 운영사업으로 구분된다.

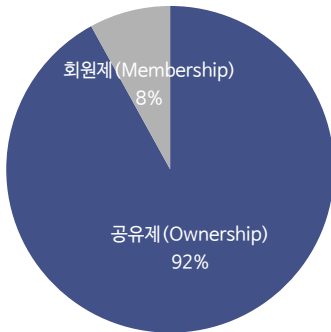
- 1) 분양사업: 분양 형태에 따라 회원입회금을 내고 일정기간 회원자격을 유지하는 회원제(Membership)와 콘도 분양 시 토지와 건물 소유권을 이전하는 공유제(Ownership)로 구분된다. 모나오픽은 지금까지 개발한 콘도의 92%를 공유제(Ownership)로 분양했고, 최근에는 100% 공유제로 분양하고 있다. 공유제는 사용기간에 따라 1개실을 5개 구좌로 판매하는데, 최상위 수요층은 구좌 5개를 모두 매수하는 풀구좌 형태를 선호한다. 계약시 선수금과 1차 중도금을 수취하는 선분양 방식이며, 매출은 공사진행에 따른 진행매출로 인식한다. 자체토지 기반, 보수적 원가산정으로 영업이익률 20%를 상회하는 고수익 사업이다.
- 2) 운영사업: 리조트 숙박, 스키장, 골프장, 워터파크 등의 시설 운영을 통한 수익을 창출한다. 객실 수 증가에 따라 운영매출은 비례하여 증가해 왔다. 성수기는 스키시즌(1, 4분기)이지만 시원한 날씨를 바탕으로 여름(워터파크), 가을(골프)의 수요도 올라오면서 계절성은 약해졌다. 영업이익률은 연간 7% 수준이다.

리조트 분양사업 판매형태별 구분

	공유제(Ownership)	회원제(Membership)
형태	[소유권+이용권] 콘도 건물, 토지 지분의 소유권을 이전	[임차계약+이용권] 일정 금액을 예치하고 기간제 회원자격을 취득
판매자 수익	분양수익, 관리보수	객실판매수익, 운영수익
특징	소유의 개념 회원은 취득가액 기준으로 부가가치세, 취득등록세, 교육세, 농특세, 재산세 부담	전세의 개념 회원은 입회금 기준으로 취득세, 교육세 부담

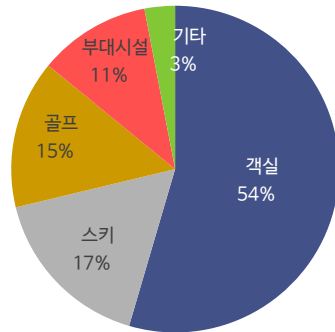
자료: 신한투자증권

리조트 분양사업 내 비중



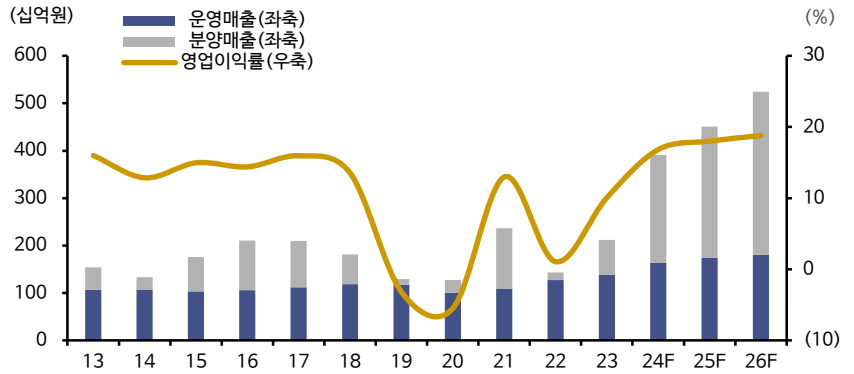
자료: 신한투자증권

리조트 운영사업 내 비중



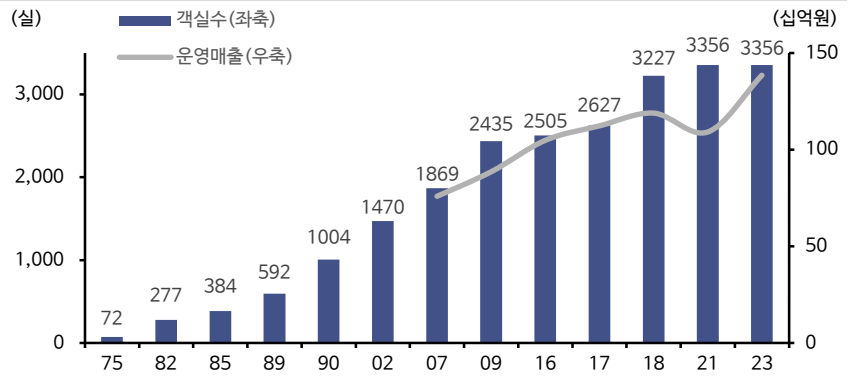
자료: 신한투자증권

부문별 매출액, 영업이익률 추이



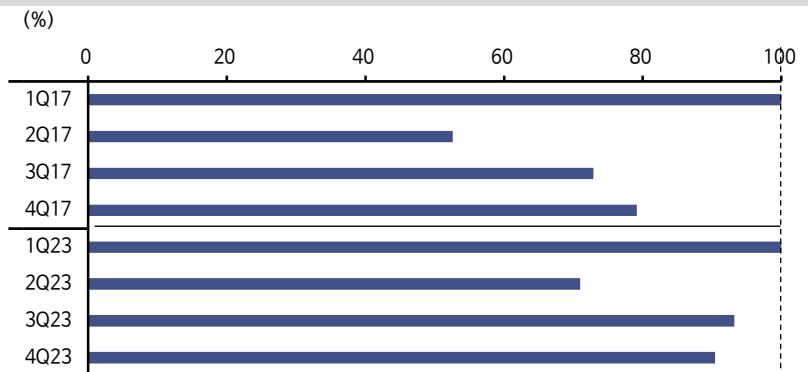
자료: 신한투자증권

설립 이래 객실수, 운영매출 추이



자료: 신한투자증권

사계절 레저 확충으로 완화된 분기별 계절성



자료: 신한투자증권

*매 1분기=100

III. 투자포인트

수익성 높은 콘도 분양 파이프라인 2032년까지 가동

루송채 최고가 라인 조기 완판

‘트로피 자산’ (유일무이하고 가치가 높은 자산)의 가치를 입증한 루송채 최고가 라인

모나오피는 2021년 아폴리스(129채, 2,300억원 규모)를 성공적으로 완판한 이후, 2022년 10월 루송채(2025년 완공, 60채, 4,200억원 규모) 분양을 개시했다. 루송채의 분양가는 평당 4,070만원으로 국내 콘도 중에서는 최상위권이며, 서울 주요 지역 아파트 평당가와 비슷한 수준이다. 분양 개시 이후 총 4개 타입 중 가장 비싼 248평형(101억원)과 180평형(73억원)은 조기에 완판되며 ‘트로피 자산’으로서의 가치를 확고히 했다. 2024년 2분기말 기준으로 루송채의 분양률은 60%이며, 연말까지 77%, 내년 초에는 100%로 예상되어 무난히 완판이 기대된다.

루송채 콘도 개요

타입	세대수	세대당 분양가(풀구좌)	평당 분양가
143평형	15	58억원	4,070만원
162평형	30	66억원	
180평형	10	73억원	
248평형	5	101억원	

자료: 신한투자증권

루송채 조감도



자료: 회사 자료, 신한투자증권

루송채 분양실적 추정

(십억원)	2022	2023	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F
기초계약잔액	-	138.7	168.0	159.0	128.4	76.1	168.0	32.0
신규	249.6	97.6	0.0	0.0	30.0	61.5	91.5	66.3
수익인식	(15.6)	(73.1)	(9.0)	(30.6)	(82.3)	(105.6)	(227.5)	(98.3)
기말계약잔액	265.2	168.0	159.0	128.4	76.1	32.0	32.0	0.0
분양률(%)	7.1	59.6	61.9	61.9	69.2	84.0	84.0	100.0
공정률(%)	7.1	31.9	35.6	47.9	78.5	93.3	93.3	100.0

자료: 신한투자증권

루송채 이후에도 용평리조트
부지 내 고급 콘도개발 지속

자체 부지 내 콘도 개발 파이프라인 본격 가동

루송채의 분양매출 반영이 끝나는 25년 1분기부터는 양띠뉴(2025~2027년, 100채, 4,940억원 규모)분양이 시작된다. 이어 고창테마파크(3Q25~2030, 2,766억원 규모), 디로커스(2026~2028년, 2,400억원 규모), 필레첸(2028~2030, 8,009억원 규모), 용평콘도 재건축 등 용평리조트 부지 내 순차적으로 개발사업이 진행된다.

분양이 주도하는 실적 강세는 2032년까지 지속될 예정이다. 용평 단지내 콘도 개발사업과 고창 테마파크 사업을 합산한 예상 분양매출액 총액은 3조 5,500억 원에 달하며, 2025~2032년 연평균 매출액 3,100억원, 영업이익 778억원이 분양 사업에서 발생할 것으로 기대된다.

콘도 분양사업 파이프라인

콘도명	예상기간	세대수	평당분양가 (만원)	예상분양매출액 (십억원)	위치
루송채	4Q22~1Q25	60	4,070	420.0	
양띠뉴	1Q25~4Q27	100	4,120	494.4	
디로커스	2026~2028	330	2,000	240.0	
필레첸	2028~2030	162	4,120	800.9	용평리조트 자체부지
빌라콘도 재건축	2030~	600	2,110	550.1	
H콘도	2032~	94	2,130	100.1	
용평콘도 재건축	2034~	393	2,500	669.1	
고창테마파크	3Q25~2030	300	2,500	276.6	고창군 심원면 만들리
강릉 프리시에	미정				강릉 사근진해변 일원
포항 코스타벨리	미정				포항시 장기면 일대

자료: 신한투자증권

풀구좌 매물의 희소성에
따른 가격상승은 차기 콘도
홍행과 수익성의 원동력

리스크 점검: 미분양, 수익성 및 현금흐름

기존 풀구좌 매물의 희소성과 투자가치는 미분양 제로의 근간

모나오픽의 기존 콘도 풀구좌 매물은 최초 분양가 대비 60~160% 높게 거래되고 있다. 마치 아파트 시장과 같은 상승세를 보인 셈인데, 이는 풀구좌 매물의 수요에 비해 공급이 제한적이었기 때문이다. 많은 경쟁기업들이 흥행부담을 이유로 풀구좌 판매에 소극적이었다. 모나오픽이 판매한 풀구좌도 매번 완판되었으며 소수 물건만 회원권거래소에 확인되고 있다. 이런 품귀현상 덕에 기존콘도의 시세가 상승하고, 이는 차기 분양에 대한 높은 이연수요로 이어진다.

모나오픽 기존콘도의 분양가 대비 현재 시세

완공	콘도명	객실수	최초 평당가 (만원)	현재 매물기준 평당가 (만원)	증감
2002	버치힐콘도	450	1,100	1,919	+74%
2006	포레스트레지던스 1차	61	1,600	4,153	+160%
2008	포레스트레지던스 2차	106	1,800	3,291	+83%
2008	베르데힐콘도	224	1,200~1,400	2,289	+76%
2016	버치힐테라스	70	2,000	3,258	+63%
2021	아폴리스콘도	129	1,800	4,167	+131%

자료: 각 회원권거래소, 신한투자증권

기존 콘도의 시세 상승은 신축 콘도의 분양가에도 긍정적인 영향을 준다. 2021년 분양한 아폴리스는 분양가가 평당 1,800만원이었고, 현재 시세는 평당 4,000만원대에 이른다. 아폴리스 후속으로 분양한 루송채의 분양가는 평당 4,070만원으로 책정되었다. 분양가는 올라갔지만 최고급 라인이고, 경쟁 콘도들의 시세와 비교해도 메리트가 있기 때문에 흥행과 수익성을 동시에 챙길 수 있는 전략이다.

기존 경쟁콘도 대비 메리트 큰 모나오픽 차기 콘도 분양가

구분	착공연도	콘도명	평당 분양가
하이엔드	2022	루송채	4,070
	2025	양띠뉴	4,120
	2028	필레첸	4,120
미드엔드	2026	디로커스	2,000
	2030	빌라콘도 재건축	2,110
	2032	H콘도	2,130
	2034	용평콘도 재건축	2,500

자료: 신한투자증권

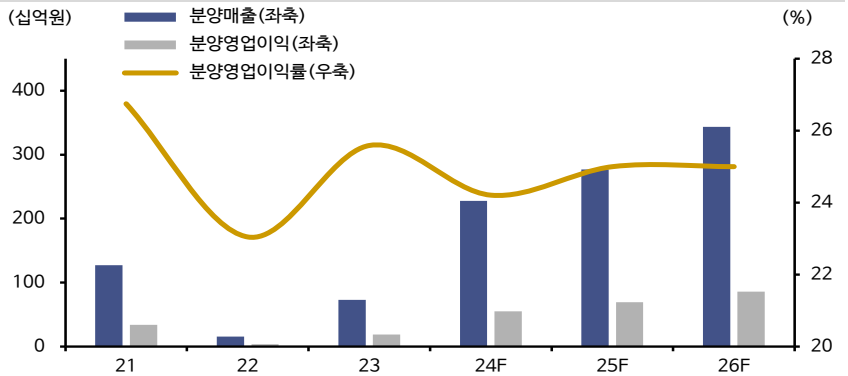
분양사업은 자체 토지에
기반하여 수익성은 높고
리스크는 낮음

수익성, 현금흐름

모나오픽의 콘도 분양사업은 20%를 상회하는 높은 영업이익률을 유지하고 있다. 자체 토지를 활용하여 토지매입, 입목, 도로, 조정 등의 비용을 최소화할 수 있고, 공사비를 보수적으로 산정하기 때문이다. 원자재 가격 상승기였던 21~23년에도 분양사업의 영업이익률은 각각 26.7%, 23.0%, 25.6%를 기록한 바 있다.

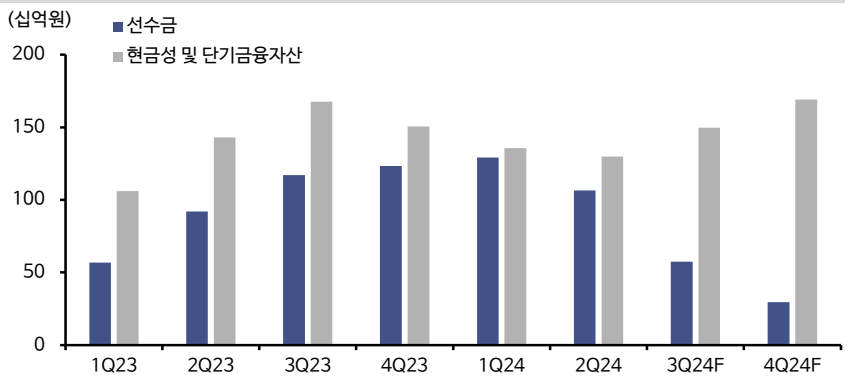
콘도는 60% 이상의 선수요가 있을 때만 개발하여 미분양 리스크가 제한적이다. 모나오픽은 그동안의 분양사업에서 미분양이 한 건도 없었다. 그리고 계약과 동시에 계약금과 1차 중도금을 수취하는 선분양 형태로 진행되어 현금흐름도 안정적이다. 중요한 점은 용평리조트 부지 내 분양 파이프라인이 모두 프로젝트 파이낸싱(PF)이 필요하지 않은 자체 부지 기반이라는 것이다. 이는 기업 외적 변수가 발생해도 회사의 재무적인 영향은 최소화할 수 있다는 장점이 있다.

분양사업 연간 매출, 영업이익 추이



자료: 신한투자증권

루송채 분양기간 현금흐름: 초기 선수금, 현금성자산 증가 → 공정에 따라 선수금 감소



자료: 신한투자증권

공급 측면: 럭셔리 콘도 신규공급의 어려움과 수급 불균형

럭셔리 콘도 신규공급이 어려운 이유

신규부지 조성을 위해 대규모 자금투입과 리스크가 동반되어 신규공급이 어려운 럭셔리 콘도 시장

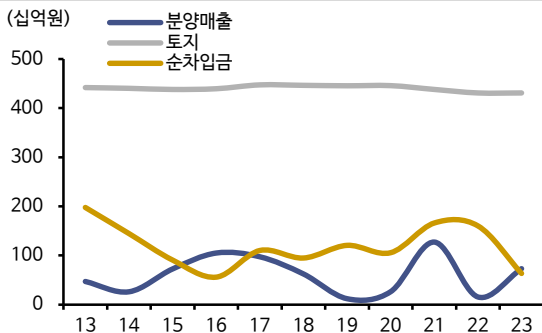
럭셔리 콘도와 리조트를 신규 개발하기 위해 가장 중요한 요소는 토지이다. 자연 경관과 기후, 교통 인프라 등 우수한 입지조건을 갖춘 토지가 필수적이며, 이를 확보한 후에는 골프장, 스키장 등 이용자를 위한 휴양 및 레저시설을 갖추어야 한다. 이러한 개발에는 막대한 비용 부담이 따르고, 까다로운 규제와 인허가 절차도 필요하다. 이러한 제한요소 속에서 최상위층을 위한 럭셔리 콘도의 신규 공급은 어려워지지만, 수요는 계속해서 높아지면서 수급이 타이트해지고 있다.

우수한 입지와 방대한 토지가 있는 모나오펡의 공급 헤게모니

모나오펡의 분양 사업은 용평리조트 부지에 집중되어 있다. 이 부지는 우리나라 최대 강설량을 기록하는 지역이고 유일하게 열대야가 없는 지역이다. 또한 평창 올림픽 때 조성된 고속철도, 고속도로 교통인프라도 갖추고 있다. 단지 내의 레저시설과 조경을 그대로 활용할 수 있어 추가 개발 비용도 절감할 수 있다.

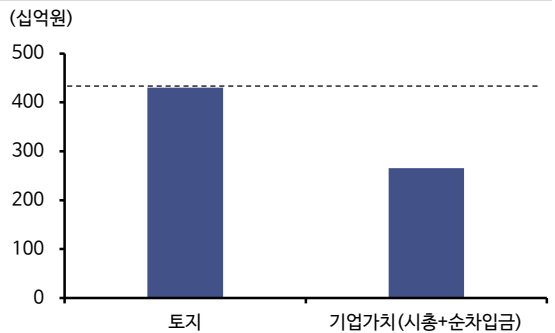
모나오펡의 토지는 2014년 4,402억원에서 2023년 4,307억원으로 거의 유지되었고, 순차입금은 1,444억원에서 630억원으로 줄었다. 토지가 소폭 감소한 이유는 토지 일부가 콘도 부지로 사용되면서 재고자산으로 대체되었고, 분양매출 반영 시점에 매출원가(재고자산변동)로 차감되었기 때문이다. 용평 단지 내 리조트 개발이 가능한 토지는 아직 충분히 남아있다. 장부가 수준의 방대한 토지는 주가의 하방과 상승 잠재력(Potential)을 동시에 제공한다는 판단이다.

높은 토지가치와 낮은 순차입금 → 분양매출 잠재력



자료: 신한투자증권

토지는 기업가치의 하방과 상승잠재력을 동시에 제공



자료: 신한투자증권

주요 측면: 대한민국 슈퍼리치의 증가와 베이비부머 은퇴

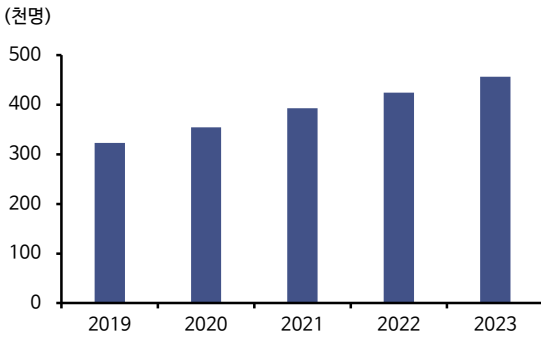
슈퍼리치 증가에 따른 트로피 자산 강세

슈퍼리치는 최상위 콘도, 베이비부머는 차상위 콘도 시장에 동력을 제공할 것

루송채 100억원짜리의 완판, 대형평수 콘도 품귀현상 등 현재 럭셔리 콘도 시장은 서울 초고가 주택시장과 마찬가지로 ‘트로피 자산화’에 따른 강세를 보이고 있다. 트로피 자산(Trophy Property)은 소유하는 것만으로 선망의 대상이 되고 부를 상징하는 자산을 뜻한다. 입지와 상품성을 모두 갖춘 트로피 자산급 콘도는 신규 공급과 매물이 희소하여 경기 영향을 크게 받지 않는다. 반면 수요자는 계속해서 증가하고 있다.

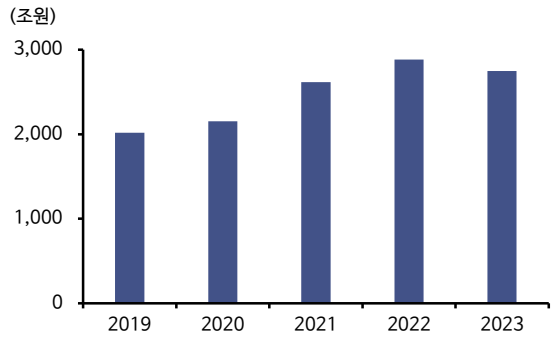
크레딧 스위스에 따르면, 2022년 우리나라에서 순자산 5,000만 달러를 초과하는 ‘슈퍼리치’는 3,886명으로, 세계에서 11번째로 많았다. 또한 KB금융연구소에 따르면 금융자산 10억원이 넘는 ‘부자’ 수는 2019년 32.3만명에서 2023년 45.6명으로 41% 증가했다. 이들이 보유한 총 금융자산은 2,747조원으로, 인당으로 환산 시 60.2억원에 달한다.

한국 부자 수 추이



자료: KB금융연구소, 신한투자증권

한국 부자의 총 금융자산 추이



자료: KB금융연구소, 신한투자증권

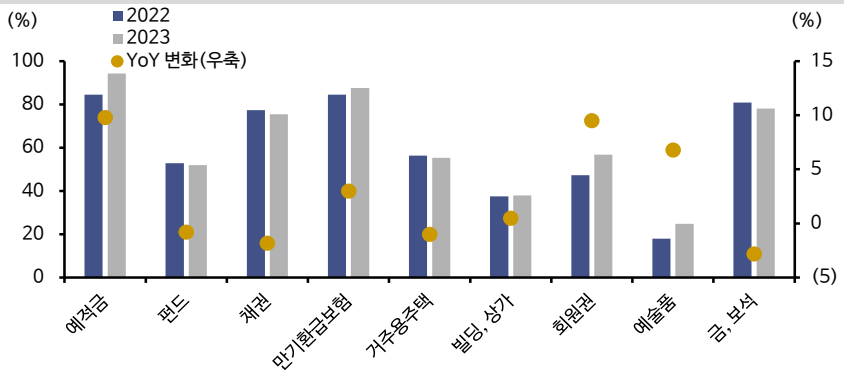
슈퍼리치의 숫자가 늘어나면서 평당 분양가 4천만원 이상의 최상위 콘도 수요도 꾸준히 증가하고 있다. 이들에게 프라이빗한 공간과 그들만의 소사이어티를 제공하고, 대체 불가능한 자산가치도 지닌 초고가 콘도의 수요가 높아지고 있다.

베이비부머 세대의 은퇴 - 차상위급 콘도 및 전국 체인화에 훈풍

한편, 베이비부머 세대의 은퇴가 본격화되면서 평당 분양가 2천만원대의 차상위 콘도에 대한 수요도 증가하고 있다. 통계청에 따르면 우리나라 베이비부머(통상 1946-1964년생을 지칭하나, 여기서는 만 60-74세로 산출) 수는 951만명이며, 베이비부머가 가장인 가구 순자산은 전 세대 중 가장 높은 4.8억원이다. 이들은 대한민국 경제성장의 중심에 있었으며, 부동산 등 자산 증식 경험이 풍부하다.

이들에게 콘도는 여가와 휴식을 위한 공간일 뿐 아니라, 자녀 세대에게 물려줄 수 있는 자산으로서도 의미가 있다. KB금융연구소에 따르면 금융자산 10억원이 넘는 '부자' 중 회원권을 보유하고 있다고 응답한 비율은 2022년 47.3%에서 2023년 56.8%로 상승하여, 이러한 수요 증가 경향을 뒷받침하고 있다.

'부자' 의 세부 자산유형별 보유율 추이

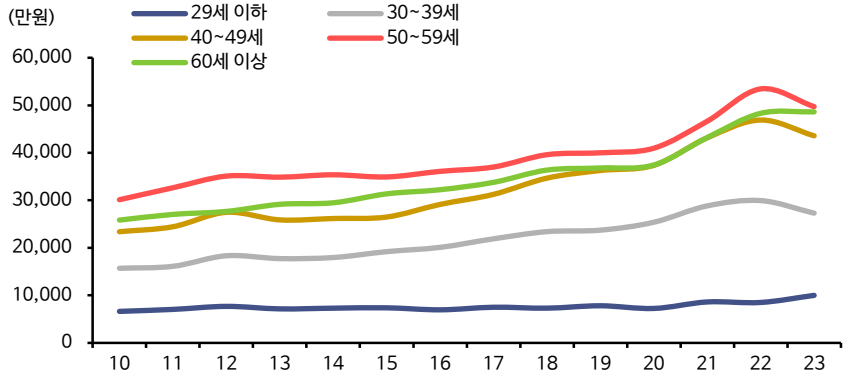


자료: KB금융연구소, 신한투자증권

베이비부머의 은퇴로 늘어나는 휴양수요는 분양가 10억원 내외의 차상위(미드엔드) 콘도시장에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다. 모나오픽은 용평부지 내에 미드엔드 콘도를 개발하는 것 외에, 각 지자체가 추진하는 종합리조트 단지 개발 사업자로 참여하고 있다. 전국적인 베이비부머 수요와 지자체의 지역활성화 니즈에 힘입어 모나오픽의 중장기적인 사업 전국화 기회가 커지고 있다.

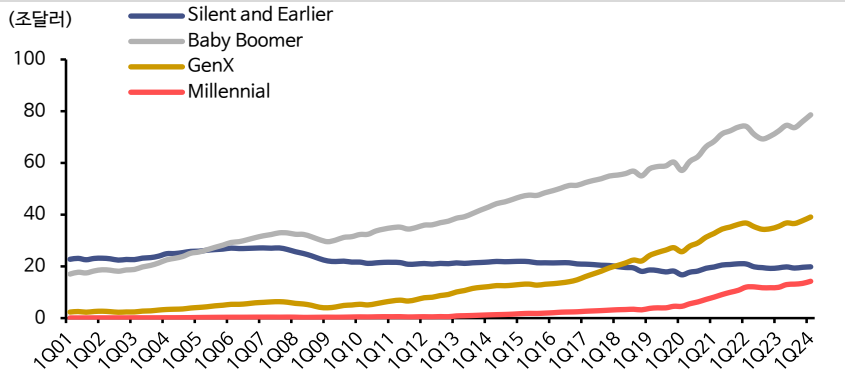
2025년 3분기 착공 예상인 전북 고창 종합테마파크는 콘도 300실, 골프장 18홀, 국내최초 인공레프팅장이 포함된 복합리조트 단지이다. 지자체의 전폭적인 지원 하에 총 사업규모는 3,500억원이며 모나오픽은 이 중 1,000억원 규모의 콘도 및 골프장 개발을 담당할 계획이다. 모나오픽의 콘도 분양 완판능력과 지자체의 지역활성화 니즈가 결합된 사업이다. 이외에 강릉, 포항 지자체와도 복합 관광단지를 위한 협약이 완료되었으며, 시장상황에 따라 유연하게 추진할 계획이다.

국내 베이비부머 세대는 전 세대에서 가장 높은 순자산 보유



자료: 통계청 가구주 연령별 가구 평균 순자산액, 신한투자증권

미국 베이비부머 세대의 자산은 시간이 지나며 더욱 증가



자료: Federal Reserve: Distribution of Household Wealth in the U.S., 신한투자증권

* Silent and Earlier=1946년 전, Baby Boomer=1946-1964년, Gen X=1965-1980년, Millennial=1981년 이후 출생

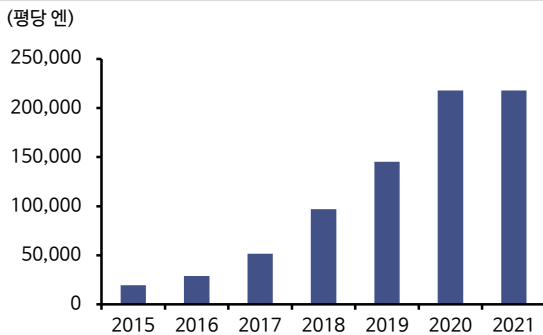
빅픽처: 니세코를 통해 본 옴평의 미래

인구소멸에서 평당 200만원 땅으로 개벽한 일본 니세코

옴평 단지 개발이 계획대로 진행될 경우, 그 이후의 발전 방향은 일본 니세코의 사례를 통해 유추할 수 있다. 일본 홋카이도 남부에 위치한 니세코초(ニセコ町)는 겨울 월평균 강설량이 160cm, 최대 적설 높이가 200cm에 달하는 국제적인 스키 명소다. 이곳도 지역소멸의 흐름에서 예외는 아니어서 2000년대 들어 인구 감소 문제를 겪었으나, 스키 관광 자원을 활용하여 외국인 관광객을 적극 유치하며 인구가 다시 증가했다.

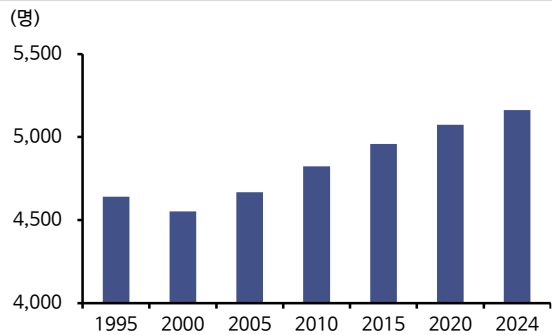
니세코는 동남아시아, 싱가포르, 호주, 미국 등에서 상류층 관광객들이 방문하면서, 이들의 요구를 충족시키기 위한 고급 리조트 개발이 활성화된 지역이다. 가격도 높게 형성되어 있다. 5성급인 파크 하얏트 니세코 레지던스의 30평형은 3.5억 엔(약 32억 원, 평당 1억 원)에 매물로 나와 있다. 한국 한화그룹이 조성한 4성급 리조트 MUWA Niseko의 41.5평형 매물 가격은 3.35억 엔(약 30억 원, 평당 7천만 원)에 달하며, 이 객실의 성수기 1박 요금은 500-600만 원에 이른다. 니세코 주요 스키 거점인 히라후자카 인근의 지가는 2015년부터 2021년까지 6년 동안 11.25배 상승하여 평당 21.8만 엔(약 200만 원)에 이르고 있다.

니세코 히라후자카 평당 지가



자료: Nikkei, 신한투자증권

니세코 인구 동향



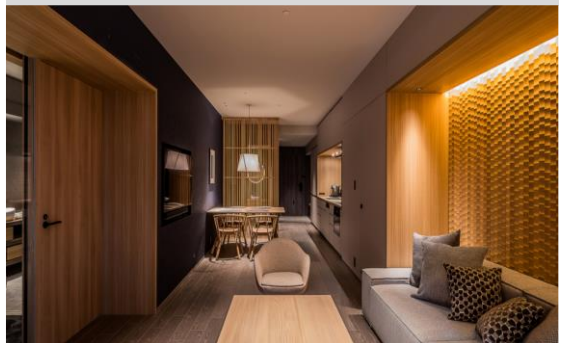
자료: 니세코초, 신한투자증권

MUWA Niseko 전경



자료: 신한투자증권

MUWA Niseko 41.5평형 객실



자료: 신한투자증권

니세코의 시세는 또다른 세계적인 스키빌리지인 프랑스 샤모니(Chamonix)와도 비교될 수 있다. 1924년 동계 올림픽 개최지인 샤모니의 18평짜리 별장은 136만 유로(약 20억 원, 평당 1.1억 원) 수준에 이른다.

니세코 스키빌리지 전경



자료: 신한투자증권

국내에서 사계절 레저에 가장 적합한 대관령 지역은 향후 지역개발과 투자유치에 따른 토지가치 잠재력 보유

용평의 미래

용평 부지(대관령)는 홋카이도와 기후대가 달라 직접적인 비교는 어렵지만, 국내에서는 대체불가능한 입지이다. 대관령 기상관측소가 2015년부터 무인으로 운영되어 공식적인 강설 데이터는 없지만, 겨울철 일간 적설량은 25cm에 달하며 5월까지 폭설이 내리기도 한다. 데이터가 있는 2014년에는 연간 강설일수 47일, 적설량 합계는 212.8cm였다. 여름에는 폭염과 열대야가 단 하루도 없는, 국내에서 사계절 레저에 가장 적합한 곳이다. 또한 대관령은 2018년 평창 동계올림픽이 개최되며 국제적인 주목을 받은 바 있고, 교통인프라가 확충되어 있는 지역이다.

현재 니세코는 전 세계에서 몰려드는 부동산 투자 수요로 인해 부동산 가격이 급등했고, 이를 막기 위해 시설 용적률과 고도 제한을 강화하며 개발 과잉을 규제하는 추세다. 반면 용평 부지는 올림픽 폐막 이후 막 개발이 시작되는 단계다. 나중에 돌이켜 보면, 루송채의 평당가 4천만원은 대체재가 없는 최상위 콘도임을 감안하면 비싸지 않았다고 평가될 수 있다. 모나용평이 보유한 용평 토지는 평당 20만 원대의 장부가에 반영되어 있다. 향후 지역 개발과 활성화, 투자유치에 따라 상승여력이 풍부하다.

IV. 실적 추정

2024년 하반기부터 본격적인 실적모멘텀 기대

2024년 분기별 실적 트렌드

1Q24 매출액 560억원(+21.4%, 이하 전년동기대비), 영업이익 100억원(+30.1%)을 기록했다. 4월까지 지속된 폭설로 스키장이 호조를 보여 운영매출이 468억원(+19.9%)으로 크게 증가했고, 운영 영업이익률은 17.8%에 달했다.

2Q24 매출액 613억원(+85.9%), 영업이익 5억원(흑전)을 기록했다. 통상 2분기는 50억원 내외의 재산세 납부(세금및공과 항목으로 영업비용 처리)로 매년 손익이 저조하다. 그럼에도 불구하고 단체관광 증가에 따라 운영매출이 307억원(+10.6%)으로 증가했고, 루송채 공정진행에 따라 분양매출이 306억원 반영되며 흑자로 마감했다. 2024년 상반기는 분양실적이 두드러지지 못했다. 공정률이 47.9% 수준이었고 신규계약이 부재했기 때문이다.

3Q24 매출액 1,245억원(+139.9%), 영업이익 262억원(+262.5%), 4Q24 매출액 1,490억원(+84.6%), 영업이익 292억원(+174.6%)을 추정한다. 루송채 완공(1Q25)이 가까워지는 하반기 공정률 상승에 따라 분양매출의 의미있는 상승이 예상된다. 신규계약은 잠정고객들의 문의가 7월 이후 활발해지고 있으며, 이에 연말 루송채 분양률은 84%에 도달할 것으로 전망한다.

영업실적 추이 및 전망									
(십억원, %)	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	2026F
매출액	143.3	211.7	56.0	61.3	124.5	149.0	390.7	451.1	524.2
운영	127.7	138.6	46.8	30.7	42.2	43.4	163.1	174.3	180.7
분양	15.6	73.1	9.1	30.6	82.3	105.6	227.6	276.9	343.5
영업이익	1.6	21.4	10.0	0.5	26.2	29.2	65.8	81.3	98.6
운영	(2.0)	2.7	8.3	(6.0)	5.6	2.8	10.7	12.1	12.7
분양	3.6	18.7	1.7	6.4	20.6	26.4	55.1	69.2	85.9
당기순이익(지배)	(12.1)	10.0	5.7	(2.6)	18.4	20.9	42.4	57.2	75.6
매출액 증가율	(39.4)	47.7	21.4	85.9	139.9	84.6	84.6	15.5	16.2
영업이익 증가율	(95.0)	1,280.6	30.1	흑전	262.5	174.6	207.6	23.6	21.2
지배순익 증가율	적전	흑전	69.8	적지	408.7	137.6	324.3	34.8	32.2
영업이익률	1.1	10.1	17.8	0.8	21.1	19.6	16.8	18.0	18.8

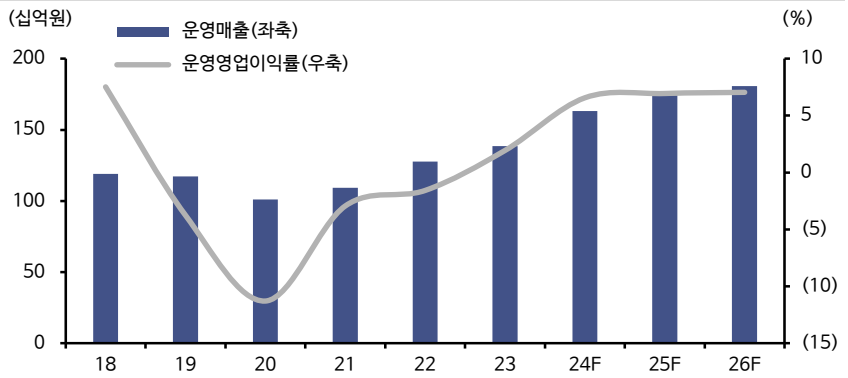
자료: 신한투자증권

운영 매출도 증장기 호조 예상

운영 매출액은 기본적으로 객실 수 증가에 따라 비례하여 증가해 왔다. 최근에는 한국을 찾는 해외 관광객이 늘어나며 객실가동률도 상승하고 있다. 2023년 기준 모나오픈 외국인 방문객수는 8만명이며, 2019년 대비 88% 증가한 수치다. 국적은 싱가포르, 태국, 말레이시아, 홍콩, 일본이 상위에 포진했다. 이용객수 증가에 따라 2024년 운영 영업이익률은 7%에 근접하여, 코로나 이전 레벨을 회복할 것으로 보인다.

모나오픈은 2023년 일본 아이노CC, 시마바라CC를 합산 120억원에 인수했다. 저렴한 그린피(7천엔)와 쾌적한 이용객수(연간 4~5만명 vs. 국내 골프장 7만명대)로 경쟁력 있는 관광상품이 될 것으로 기대된다. 오픈 부지 밖의 레저, 리조트 확장전략을 통해 회원권의 경쟁력은 강화되고 운영매출이 극대화될 전망이다.

객실 증가에 따른 매출 상승과 가동률 상승으로 운영 수익성은 코로나 이전 회복



자료: 신한투자증권

일본 소재 골프장 인수



아이노CC

2023년 인수

소재: 나가사키현 운젠시
Scale: 18 Hole/ par 72/
7,153yd



시마바라 CC

2023년 인수

소재: 나가사키현
미나미시마바라시
Scale: 18 Hole/ Par
72/ 6,419yd

자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	868.3	1,004.9	1,030.1	1,013.9	1,021.2
유동자산	136.4	242.8	265.7	247.2	252.1
현금및현금성자산	35.9	25.5	44.4	21.9	22.5
매출채권	30.2	32.5	33.5	34.5	35.5
재고자산	22.7	45.3	46.7	48.1	49.5
비유동자산	731.8	762.2	764.4	766.7	769.1
유형자산	700.2	708.5	710.4	712.3	714.4
무형자산	11.3	11.4	10.8	10.3	9.9
투자자산	7.7	28.7	29.5	30.4	31.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	490.6	619.2	601.9	528.5	460.2
유동부채	237.6	396.0	375.6	303.6	236.0
단기차입금	134.0	133.3	133.3	106.6	64.0
매입채무	2.2	2.6	2.6	2.7	2.8
유동성장기부채	7.3	40.9	20.5	0.0	0.0
비유동부채	253.0	223.2	226.3	225.0	224.2
사채	37.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	29.0	34.1	34.1	29.6	25.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	377.7	385.8	428.2	485.4	561.0
자본금	240.7	240.7	240.7	240.7	240.7
자본잉여금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.7	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	117.3	126.4	168.8	226.0	301.6
지배주주지분	377.7	385.8	428.2	485.4	560.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
*총차입금	208.1	208.3	187.8	136.2	89.6
*순차입금(순현금)	131.4	57.7	17.0	(13.3)	(61.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	25.3	131.1	73.9	62.0	73.0
당기순이익	(12.1)	10.0	42.4	57.2	75.6
유형자산상각비	17.3	17.2	19.5	19.9	20.4
무형자산상각비	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
외환환손실(이익)	2.4	0.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.8	0.6	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	4.3	90.0	0.4	(24.6)	(24.6)
(법인세납부)	(0.5)	(0.3)	(12.0)	(16.1)	(21.3)
기타	11.3	12.4	23.1	25.1	22.4
투자활동으로인한현금흐름	(19.5)	(133.9)	(18.6)	(19.2)	(20.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(11.8)	(26.1)	(26.4)	(26.9)	(27.4)
유형자산의감소	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.4)	(2.9)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
기타	(6.9)	(104.8)	3.6	3.5	3.2
FCF	10.8	101.5	42.3	29.2	42.5
재무활동으로인한현금흐름	(5.5)	(7.6)	(36.3)	(65.4)	(52.3)
차입금의 증가(감소)	(1.0)	(1.1)	(20.5)	(51.6)	(46.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(4.5)	(6.5)	(15.8)	(13.8)	(5.6)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.3	(10.4)	18.9	(22.6)	0.6
기초현금	35.6	35.9	25.5	44.4	21.8
기말현금	35.9	25.5	44.4	21.8	22.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

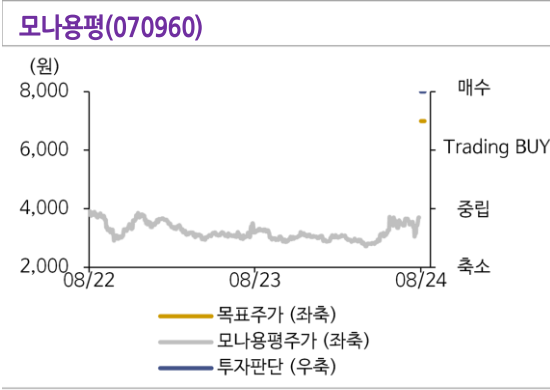
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	143.3	211.6	390.7	451.1	524.2
증감률 (%)	(39.4)	47.7	84.6	15.5	16.2
매출원가	124.2	169.1	300.0	344.4	399.8
매출총이익	19.1	42.5	90.7	106.8	124.4
매출총이익률 (%)	13.3	20.1	23.2	23.7	23.7
판매관리비	17.5	21.1	24.9	25.4	25.7
영업이익	1.6	21.4	65.8	81.3	98.6
증감률 (%)	(94.9)	1,278.9	207.5	23.6	21.2
영업이익률 (%)	1.1	10.1	16.8	18.0	18.8
영업외손익	(14.5)	(8.6)	(11.4)	(8.0)	(1.7)
금융손익	(9.4)	(8.1)	(11.3)	(9.3)	(1.4)
기타영업외손익	(3.4)	0.1	(0.1)	1.2	(0.3)
종속 및 관계기업관련손익	(1.8)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(13.0)	12.8	54.4	73.3	96.9
법인세비용	(0.9)	2.8	12.0	16.1	21.3
계속사업이익	(12.1)	10.0	42.4	57.2	75.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(12.1)	10.0	42.4	57.2	75.6
증감률 (%)	적전	흑전	324.2	34.8	32.2
순이익률 (%)	(8.5)	4.7	10.9	12.7	14.4
(지배주주)당기순이익	(12.1)	10.0	42.4	57.2	75.6
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(8.5)	8.1	42.4	57.2	75.6
(지배주주)총포괄이익	(8.5)	8.1	42.4	57.2	75.6
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	19.3	39.1	85.8	101.8	119.5
증감률 (%)	(60.8)	102.4	119.3	18.6	17.4
EBITDA 이익률 (%)	13.5	18.5	22.0	22.6	22.8

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(252)	208	882	1,188	1,571
EPS (지배순이익, 원)	(252)	208	881	1,188	1,570
BPS (자본총계, 원)	7,847	8,015	8,896	10,084	11,655
BPS (지배지분, 원)	7,847	8,015	8,896	10,083	11,653
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(14.0)	14.7	4.2	3.1	2.4
PER (지배순이익, 배)	(14.0)	14.7	4.2	3.1	2.4
PER (자본총계, 배)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (배)	15.6	5.2	2.3	1.6	1.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.5	18.5	22.0	22.6	22.8
영업이익률 (%)	1.1	10.1	16.8	18.0	18.8
순이익률 (%)	(8.5)	4.7	10.9	12.7	14.4
ROA (%)	(1.4)	1.1	4.2	5.6	7.4
ROE (지배순이익, %)	(3.2)	2.6	10.4	12.5	14.4
ROIC (%)	0.2	3.0	8.7	10.4	12.1
안정성					
부채비율 (%)	129.9	160.5	140.6	108.9	82.0
순차입금비율 (%)	34.8	15.0	4.0	(2.7)	(11.0)
현금비율 (%)	15.1	6.4	11.8	7.2	9.5
이자보상배율 (배)	0.1	1.6	4.2	5.9	17.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(4.1)	(2.5)	(3.0)	(4.0)	(6.1)
재고자산회수기간 (일)	30.6	58.7	43.0	38.3	34.0
매출채권회수기간 (일)	69.4	54.1	30.8	27.5	24.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 08월 19일	매수	7,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최승환, 이병화)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 16일 기준)

매수 (매수)	93.85%	Trading BUY (중립)	4.62%	중립 (중립)	1.54%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------