



Outperform(Maintain)

목표주가: 40,000원
주가(8/16): 29,700원
시가총액: 4,890억원

건설/부동산
Analyst 라진원
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/16)	634.91pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	40,000원	28,300원
등락률	-25.8%	4.9%
수익률	절대	상대(vs KSE)
1M	-8.0%	-5.5%
6M	-10.4%	-20.6%
1Y	-21.2%	-31.3%

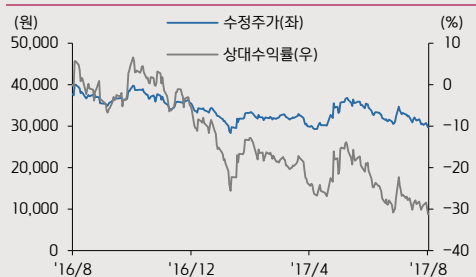
Company Data

발행주식수	16,464천주
일평균 거래량(3M)	29천주
외국인 지분율	35.3%
배당수익률(17E)	0.0%
BPS(17E)	21,812원
주요 주주	중앙디앤엘 외4인 33.2%
	Initial Focal Limited 33.2%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,349	1,879	1,870	1,312
영업이익	357	445	401	243
EBITDA	413	517	473	315
세전이익	322	377	334	191
순이익	274	310	262	149
지배주주지분순이익	274	310	262	149
EPS(원)	1,662	1,882	1,591	907
증감률(%YoY)	-49.7	13.2	-15.4	-43.0
PER(배)	20.4	15.8	18.7	32.7
PBR(배)	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	16.3	13.5	13.3	18.5
영업이익률(%)	26.5	23.7	21.4	18.5
ROE(%)	9.2	9.5	7.4	4.0
순부채비율(%)	37.8	60.6	38.3	24.4

Price Trend



에머슨퍼시픽 (025980)

하반기 주거 프로젝트 가시화 기대



<장 후 실적발표> 2분기 매출액 360억원(YoY +9.1%), 영업이익 22억원(YoY -79.9%)을 기록해 시장기대치를 크게 하회했습니다. 다만, 일시적인 판관비 상승 요인을 제외하면 프로젝트 자체의 수익성 훼손은 없는 것으로 판단됩니다. 아난티 코브의 성공적인 런칭으로 이익의 안정성은 점차 높아지고 있습니다. 이후 프로젝트로 주거 사업을 준비하고 있으며, 하반기에는 구체화 될 예정입니다.

>>> 일회성 요인 제거하면, 프로젝트 자체 수익성 훼손은 없어

동사는 2분기 매출액 360억원(YoY +9.1%, QoQ -14.4%), 영업이익 22억원(YoY -79.9%, QoQ -79.1%)을 기록해 시장기대치를 크게 하회했다. 이익이 급감한 이유는 판관비에서 약 99억원이 일시적으로 증가했기 때문이다. 주요인은 1) 연결 자회사 에머슨부산의 기존 차입금 리파이낸싱에 따른 수수료 비용 38억원, 2) 기존 매출원가로 반영한 지급수수료의 일부를 판관비로 계정대체하면서 발생한 14억원, 3) 아난티 코브 오픈을 위한 신규인력 채용으로 인건비 상승분 34억원, 4) 아난티 코브 오픈 관련 광고선전비 증가분 6억원 등이다. 인건비 상승분은 7월 아난티 코브 오픈시점부터 운영매출원가에 반영될 예정으로 3분기부터는 판관비가 정상화될 것으로 전망된다. 이처럼 일시적인 판관비 상승 요인을 제외하면 프로젝트 자체의 수익성 훼손은 없는 것으로 판단된다.

>>> 성공적인 오픈을 맞이한 아난티 코브

지난 7월 오픈한 아난티 코브는 1) 6성급 힐튼 부산 호텔 310실, 2) 회원제 리조트인 아난티 펜트하우스 90채와 프라이빗 레지던스 128채, 3) 15개의 브랜드가 입점한 아난티 타운 등으로 구성되어 있다. 분양 프로젝트인 아난티 펜트하우스와 프라이빗 레지던스는 분양률이 빠르게 올라오고 있으며, 그랜드 오픈 1달째인 힐튼 부산 호텔의 객실 가동률도 높은 수준을 유지하고 있는 것으로 파악되고 있다. 아난티 코브가 정상적으로 운영될 경우 연간 매출 800억원과 영업이익 200억원 수준을 기록할 것으로 전망된다. 이익의 안정성이 점차 높아지고 있다.

>>> 하반기 주거 프로젝트 가시화 기대

분양률 100%를 가정하면, 아난티 서울은 126억원, 아난티 해운대는 1,124억원의 분양매출이 남아있다. 아난티 해운대가 마지막 분양 프로젝트로 현재 분양속도를 감안하면 내년 3분기에 마무리 될 전망이다. 그렇다면 매출은 내년, 이익은 올해가 정점이 될 전망이다. 따라서 신규 프로젝트가 필요한 시점이다. 동사는 주거 사업을 준비하고 있으며, 현재 강남에 사업부지를 확보하고 있어 하반기에는 구체화 될 가능성이 높다. 리조트와 같은 고급빌라가 아니라 1인 가구 등의 니즈를 반영한 다양한 상품이 될 것으로 파악된다. 동사의 최대 강점 중 하나는 아난티 브랜드 충성도가 높은 회원을 보유한 점이다. 기존 고객이 필요로 하는 영역으로 자연스럽게 사업이 확장되고 있다. 서울과 부산의 성공적인 프로젝트 런칭으로 회원 수는 증가하고 있다. 신규고객을 창출해야만 하는 경우에 비해 프로젝트 성공 가능성이 높다는 판단이다. 따라서 하반기에 주거 사업이 본격화되면 이를 반영해 실적 추정치를 상향할 예정이다. 현재 주가는 2분기 실적 부진이 반영했다는 판단이며, 투자의견과 목표주가는 유지한다.

에머슨퍼시픽 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	245	330	529	244	421	360	563	535	1,349	1,879	1,870
운영	43	64	75	59	48	69	232	265	241	614	1,219
힐튼 남해	40	53	58	47	37	53	58	47	198	195	197
아난티 서울	3	10	17	12	10	13	25	18	43	66	92
아난티 해운대							150	200		350	800
아난티 강남											130
분양	201	266	454	185	373	291	330	270	1,107	1,264	650
아난티 서울	47	101	13	-25	27	12	30	20	136	89	76
아난티 해운대	155	165	441	210	345	279	300	250	971	1,175	574
기타	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
매출원가	54.7	45.1	50.1	56.6	55.7	39.8	53.5	55.8	50.9	52	61.2
운영	94.6	76.6	78.9	92.9	123.4	78.6	76.3	75.2	84.5	79.8	74
분양	46.4	37.5	45.4	45	47.1	30.5	37.5	36.8	43.6	38.6	37.1
매출총이익률	45.3	54.9	49.9	43.4	44.3	60.2	46.5	44.2	49.1	48	38.8
영업이익	54	111	172	20	107	22	154	161	357	445	401
영업이익률	22.1	33.7	32.5	8	25.5	6.2	27.4	30.1	26.5	23.7	21.4
세전이익	48	106	169	-1	90	2	139	145	322	377	334
순이익	53	87	135	-1	69	17	107	118	274	310	262
순이익률	21.4	26.4	25.5	-0.5	16.3	4.6	19	22	20.3	16.5	14

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

에머슨퍼시픽 판관비 주요 증감내역 (단위: 억원)

구분	2Q16	2Q17	증감액	내용
지급수수료	22	81	+59	- 에머슨 부산 기존 차입금 리파이낸싱에 따른 수수료 비용 38억원 발생 - 매출원가 항목 판관비로 계정대체 한 것 중 지급수수료 14억원
인건비	22	56	+34	- 아난티 코브 오픈을 위한 신규인력 채용으로 인건비 상승(※ 인력현황: 16.2Q 12명 → 17.2Q 377명) - 2017.7.1 오픈 시점부터 운영매출원가에 반영 될 예정
광고선전비	8	14	+6	- 아난티 코브 오픈을 앞두고 브로셔 제작 및 잡지/온라인 광고 진행

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

에머슨퍼시픽 리조트별 분양매출 현황 (단위: 억원)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	
서울	① 분양약정액(누적)	918	1,021	1,040	1,036	1,071	1,171	1,185	1,158	1,188	1,202
	② 공사진행률	41.1%	58.6%	80.4%	97.7%	99.2%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	③ 매출인식액(누적)	352	559	781	945	992	1,093	1,106	1,081	1,108	1,120
	④ 매출인식액(분기)	82	207	222	164	47	101	13	-25	27	12
해운대	⑤ 분양약정액(누적)	260	525	682	927	1,020	1,169	1,701	1,889	2,012	2,142
	⑥ 공사진행률	12.1%	23.9%	33.8%	44.7%	56.7%	64.5%	71.8%	76.4%	90.0%	98.3%
	⑦ 매출인식액(누적)	30	118	217	390	545	711	1,152	1,362	1,707	1,986
	⑧ 매출인식액(분기)	19	88	99	174	155	165	441	210	345	279

주1: 누적 매출액 산식 - 서울 = ① * ②*(1-0.07)/ 해운대 = ⑤ * ⑥*(1-0.06), 0.07 및 0.06은 부가세

주2: 서울 분양예정액은 1,246억원이며 해운대는 3,109억원

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,252	1,349	1,879	1,870	1,312
매출원가	594	687	977	1,144	809
매출총이익	659	663	901	726	504
매출총이익률(%)	52.6	49.1	48.0	38.8	38.4
판매비및일반관리비	158	305	456	326	260
영업이익	501	357	445	401	243
영업이익률(%)	40.0	26.5	23.7	21.4	18.5
영업외손익	-33	-35	-68	-67	-52
금융수익	2	11	9	8	10
금융원가	23	21	59	53	43
기타수익	11	1	6	4	5
기타비용	22	26	24	25	24
중속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	468	322	377	334	191
법인세비용	97	49	67	72	42
유효법인세율	20.8	15.1	17.8	21.6	22.0
당기순이익	371	274	310	262	149
순이익률(%)	29.6	20.3	16.5	14.0	11.4
지배주주지분순이익	371	274	310	262	149
EBITDA	523	413	517	473	315
EBITDA margin (%)	41.7	30.6	27.5	25.3	24.0
증감율(% YoY)					
매출액	165.3	7.7	39.2	-0.5	-29.8
영업이익	394.5	-28.6	24.6	-10.0	-39.3
법인세차감전이익	1,383.7	-31.2	17.0	-11.4	-42.7
당기순이익	1,155.4	-26.2	13.2	-15.4	-43.0
지배주주지분당기순이익	1,155.4	-26.2	13.2	-15.4	-43.0
EBITDA	331.8	-20.9	25.1	-8.6	-33.3
EPS	1,128.6	-49.7	13.2	-15.4	-43.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,011	1,609	1,438	1,128	1,083
현금및현금성자산	1,491	439	509	671	808
매출채권및기타유동채권	45	512	537	312	131
재고자산	288	469	376	125	119
기타유동자산	186	189	17	20	25
비유동자산	3,499	5,123	6,640	6,673	6,208
장기매출채권및기타비유동채권	56	52	42	37	25
유형자산	3,427	5,041	6,554	6,595	6,147
무형자산	5	16	16	15	15
투자자산	8	7	16	15	13
기타비유동자산	3	7	11	11	8
자산총계	5,510	6,732	8,078	7,801	7,291
유동부채	1,366	1,055	1,113	1,178	1,212
매입채무및기타유동채무	578	497	547	557	558
유동성이자발생차입금	518	288	510	510	510
기타유동부채	269	271	56	112	144
비유동부채	1,327	2,558	3,537	2,933	2,239
장기매입채무및기타비유동채무	454	526	751	748	656
사채및장기차입금	164	1,329	2,077	1,577	1,237
기타비유동부채	710	703	709	608	347
부채총계	2,693	3,613	4,650	4,111	3,452
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873
이익잉여금	522	793	1,102	1,364	1,513
기타자본	340	370	371	371	371
지배주주지분자본총계	2,817	3,118	3,428	3,690	3,839
자본총계	2,817	3,118	3,428	3,690	3,839
총차입금	682	1,617	2,586	2,086	1,746
순차입금	-810	1,178	2,077	1,415	938

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	271	-285	497	773	96
당기순이익	371	274	310	262	149
감가상각비	20	54	70	70	70
무형자산상각비	2	1	2	2	2
GrossCashFlow	538	422	549	480	315
운전자본변동	-219	-626	27	338	-183
매출채권및기타채권의증감	39	-467	-68	225	180
재고자산의증감	-51	-181	93	251	5
매입채무및기타채무의증감	-129	36	88	9	2
영업에서창출된현금흐름	319	-204	575	818	132
투자활동현금흐름	-872	-1,602	-1,396	-111	380
투자자산의증감	-3	1	-10	2	1
유형자산의감소	4	1	2	2	2
유형자산의증가(CAPEX)	-866	-1,583	-1,380	-114	376
무형자산의증감	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-7	-20	-7	0	2
FreeCashFlow	-544	-1,788	-803	706	509
재무활동현금흐름	1,879	835	969	-500	-340
차입금의증가(감소)	74	936	969	-500	-340
자본증가(감소)	1,806	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	-100	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-1	-1	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	1,277	-1,052	70	162	137
기초현금및현금성자산	214	1,491	439	509	671
기말현금및현금성자산	1,491	439	509	671	808

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,302	1,662	1,882	1,591	907
BPS	17,129	19,898	21,812	23,432	24,355
주당EBITDA	4,661	2,526	3,197	2,923	1,950
SPS	11,150	8,195	11,411	11,358	7,970
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	13.2	20.4	15.8	18.7	32.7
PBR	2.5	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.1	16.3	13.5	13.3	18.5
PSR	3.9	4.1	2.6	2.6	3.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.6	9.2	9.5	7.4	4.0
총자산이익률(ROA)	8.5	4.5	4.2	3.3	2.0
투자자본이익률(ROIC)	27.9	9.7	7.5	6.0	3.9
안정성(%)					
부채비율	95.6	115.9	135.6	111.4	89.9
순차입금비율	-28.8	37.8	60.6	38.3	24.4
유동비율	147.2	152.5	129.2	95.7	89.3
이자보상배율(배)	22.0	19.0	7.1	7.5	5.4
활동성(회)					
매출채권회전율	19.2	4.8	3.6	4.4	5.9
재고자산회전율	4.9	3.6	4.4	7.5	10.8
매입채무회전율	3.8	2.5	3.6	3.4	2.4

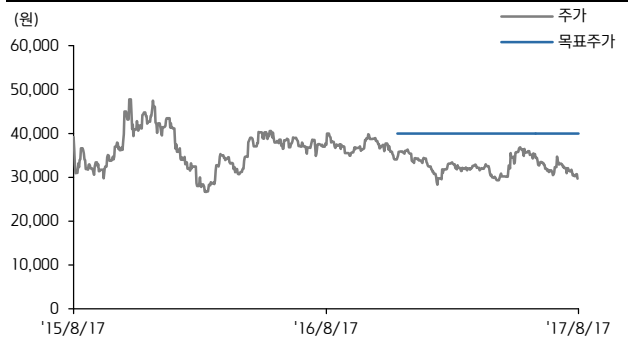
Compliance Notice

- 당사는 8월 16일 현재 '에머슨퍼시픽' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가
에머슨퍼시픽 (025980)	2016/11/28	Outperform(Initiate)	40,000원
	2017/08/17	Outperform(Maintain)	40,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%