



## Outperform(Maintain)

목표주가: 40,000원

주가(11/14): 31,800원

시가총액: 5,236억원

## 건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (11/14)		756.46pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	37,100원	22,000원
등락률	-14.3%	44.5%
수익률	절대	상대(vs KSE)
1M	44.5%	41.5%
6M	-7.8%	-16.6%
1Y	-14.9%	-33.5%

## Company Data

발행주식수	16,464천주
일평균 거래량(3M)	28천주
외국인 지분율	35.2%
배당수익률(17E)	0.0%
BPS(17E)	21,641원
주요 주주	중앙디앤엘 외4인 33.2%
	Initial Focal Limited 33.2%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,349	1,670	1,725	1,338
영업이익	357	202	208	101
EBITDA	413	285	294	187
세전이익	322	114	153	59
순이익	274	103	132	46
지배주주지분순이익	274	103	132	46
EPS(원)	1,662	626	803	281
증감률(YoY)	-49.7	-62.3	28.3	-65.0
PER(배)	20.4	50.8	39.6	113.0
PBR(배)	1.7	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	16.3	26.8	24.4	34.7
영업이익률(%)	26.5	12.1	12.0	7.5
ROE(%)	9.2	3.2	3.8	1.3
순부채비율(%)	37.8	71.4	55.3	35.3

## Price Trend



## 에머슨퍼시픽 (025980)

## 레벨 업 된 운영매출과 신규사업의 원활한 진행 전망



<장 후 실적발표> 3분기 매출액 458억원(YoY -13.5%), 영업이익 37억원(YoY -78.6%)을 기록해 시장기대치를 크게 하회했습니다. 분양매출의 감소와 운영부문 매출원가율 상승, 판관비 증가 등이 주요인입니다. 내년부터는 레벨업 된 운영매출과 신규사업의 원활한 진행을 전망합니다. 하지만 2018년 이후 매출과 이익이 부진할 가능성을 감안해, 투자의견 Outperform, 목표주가 40,000원을 유지합니다.

## &gt;&gt;&gt; 아난티코브 오픈에 따른 비용 반영

동사는 3분기 매출액 458억원(YoY -13.5%, QoQ -27.1%), 영업이익 37억원(YoY -78.6%, QoQ +63.9%)을 기록해 시장기대치를 크게 하회했다. 이익이 급감한 이유는 1) 분양매출의 감소와 2) 운영부문 매출원가율 상승, 3) 판관비 증가 등이다. 분양매출의 감소는 작년 3분기의 경우 고가의 펜트하우스(1.3~1.6억원)를 주로 분양한 반면, 올해 3분기는 상대적으로 저가인 프라이빗 레지던스(0.4~0.5억원)를 분양했기 때문이다. 향후 계획된 분양 프로젝트가 없는 만큼 분양매출의 감소는 정해진 수순이나, 약 500억원 규모의 남해힐튼 골프앤리조트 입회제 반환 객실의 분양이 가능해 분양매출의 하락폭을 축소시켜 줄 전망이다. 운영부문 매출원가율의 상승은 아난티코브 오픈에 따른 감가상각비 증가가 주 요인이다. 판관비 증가는 아난티코브 신규인원 증가로 인건비가 상승했고, 분양수수료 등이 증가했다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기부터 본격화되는 아난티코브 운영매출

지난 7월 오픈한 아난티코브는 1) 6성급 힐튼 부산 호텔 310실, 2) 회원제 리조트인 아난티 펜트하우스 90채와 프라이빗 레지던스 128채, 3) 15개의 브랜드가 입점한 아난티 타운 등으로 구성되어 있다. 3분기 약 123억원의 아난티코브 운영매출은 오픈 초기로 판매가능한 객실이 60% 수준에서 인식된 매출이다. 현재는 전 객실을 운영 중이며, 4분기부터는 정상적으로 운영매출이 반영될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 레벨 업 된 운영매출과 신규사업의 원활한 진행 전망

분양률 100%를 가정하면, 아난티 서울은 7억원, 아난티 해운대는 744억원, 남해힐튼 500억원의 분양매출이 남아있다. 추가적인 분양 프로젝트가 없다면 매출과 이익은 내년이 정점이 될 전망이다. 동사는 이후 프로젝트로 레지던스호텔 컨셉의 아난티 강남을 추진 중이다. 연중 높은 가동률을 유지하기 위한 방편으로, 안정적인 운영매출이 기대된다. 분양사업이 아니기 때문에 2019년 매출 감소를 회복하기는 어려울 것으로 판단되지만, 강남이라는 사업부지 위치를 감안하면 지가상승의 효과를 온전히 누릴 수 있다. 향후 실적 추정치는 아난티 강남의 공식적인 사업일정에 따라 변경 가능하다. 아난티 코브의 운영매출 역시 계절성 등 추가적으로 확인이 필요하다. 디벨로퍼의 특성 상 2018년 이후 보다 정교한 실적 추정을 위해서는 확인해야 할 부분들이 많아, 변동 사항이 발생할 때마다 지속적인 업데이트가 필요하다. 내년부터는 레벨 업 된 운영매출과 신규사업의 원활한 진행을 전망한다. 하지만 2018년 이후 매출과 이익이 부진할 가능성을 감안하여, 투자의견 Outperform과 목표주가 40,000원을 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	458	432	1,349	1,670	1,725
운영	43	64	75	59	48	69	200	245	241	561	960
힐튼 남해	40	53	58	47	37	53	58	47	198	195	196
아난티 서울	3	10	17	12	10	13	19	14	43	56	60
아난티 해운대							123	185		308	703
분양	201	266	454	185	373	291	256	187	1,107	1,107	764
아난티 서울	47	101	13	-25	27	12	57	7	136	103	0
아난티 해운대	155	165	441	210	345	279	200	180	971	1,004	564
힐튼 남해											200
기타	1	0	0	0	0	0	1	0	1	2	2
매출원가	54.7	45.1	50.1	56.6	55.7	39.8	65.4	63.8	50.9	57.0	60.3
운영	94.6	76.6	78.9	92.9	123.4	78.6	97.6	79.8	84.5	89.7	75.6
분양	46.4	37.5	45.4	45	47.1	30.5	40.5	42.8	43.6	40.5	41.1
매출총이익률	45.3	54.9	49.9	43.4	44.3	60.2	34.6	36.2	49.1	43.0	39.7
영업이익	54	111	172	20	107	22	37	36	357	202	208
영업이익률	22.1	33.7	32.5	8	25.5	6.2	8.0	8.3	26.5	12.1	12.0
세전이익	48	106	169	-1	90	2	5	17	322	114	153
순이익	53	87	135	-1	69	17	5	13	274	103	132
순이익률	21.4	26.4	25.5	-0.5	16.3	4.6	1.0	3.1	20.3	7.1	9.0

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

## 에머슨퍼시픽 매출원가 주요 증감내역 (단위: 억원)

구분	3Q16	3Q17	증감액	내용
분양	206(45%)	105(41%)	-101	
운영	58(77%)	195(97%)	+137	- 아난티코브 오픈에 따른 감가상각비 증가로 매출원가 상승 특히 가구 등 비품은 정률법으로 5~6년내 조기 상각되어 초기 감가상각비용이 크나 정률상각(상각률 36%)이므로 감가상각비는 매년 36%씩 감소됨
합계	264(50%)	300(64%)	+36	

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

## 에머슨퍼시픽 판관비 주요 증감내역 (단위: 억원)

구분	3Q16	3Q17	증감액	내용
지급수수료	21	31	+10	- 분양수수료 등 증가
인건비	32	46	+14	- 아난티코브 신규인원 증가로 인건비 상승

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

## 에머슨퍼시픽 리포트별 분양매출 현황 (단위: 억원)

	구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
서울	① 분양약정액(누적)	918	1,021	1,040	1,036	1,071	1,171	1,185	1,158	1,188	1,202	1,261
	② 공사진행률	41.1%	58.6%	80.4%	97.7%	99.2%	100.0%	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	1,177
	④ 매출인식액(분기)	82	207	222	164	47	101	13	-25	27	12	57
해운대	⑤ 분양약정액(누적)	260	525	682	927	1,020	1,169	1,701	1,889	2,012	2,142	2,318
	⑥ 공사진행률	12.1%	23.9%	33.8%	44.7%	56.7%	64.5%	71.8%	76.4%	90.0%	98.3%	100.0%
	⑦ 매출인식액(누적)	30	118	217	390	545	711	1,152	1,362	1,707	1,986	2,186
	⑧ 매출인식액(분기)	19	88	99	174	155	165	441	210	345	279	200

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 1,269억원이며 해운대는 3,109억원

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,252	1,349	1,670	1,725	1,338
매출원가	594	687	953	1,040	810
매출총이익	659	663	718	686	528
매출총이익률(%)	52.6	49.1	43.0	39.7	39.4
판매비및일반관리비	158	305	515	478	427
영업이익	501	357	202	208	101
영업이익률(%)	40.0	26.5	12.1	12.0	7.5
영업외손익	-33	-35	-88	-54	-41
금융수익	2	11	10	6	15
금융원가	23	21	76	40	37
기타수익	11	1	1	4	5
기타비용	22	26	23	25	24
종속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전이익	468	322	114	153	59
법인세비용	97	49	11	21	13
유요법인세율	20.8	15.1	9.6	13.8	22.0
당기순이익	371	274	103	132	46
순이익률(%)	29.6	20.3	6.2	7.7	3.5
지배주주지분순이익	371	274	103	132	46
EBITDA	523	413	285	294	187
EBITDA margin (%)	41.7	30.6	17.1	17.1	14.0
증감율(% YoY)					
매출액	165.3	7.7	23.8	3.3	-22.5
영업이익	394.5	-28.6	-43.4	2.6	-51.6
법인세차감전이익	1,383.7	-31.2	-64.6	34.6	-61.3
당기순이익	1,155.4	-26.2	-62.3	28.3	-65.0
지배주주지분당기순이익	1,155.4	-26.2	-62.3	28.3	-65.0
EBITDA	331.8	-20.9	-31.0	3.1	-36.4
EPS	1,128.6	-49.7	-62.3	28.3	-65.0

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,011	1,609	1,354	1,117	1,221
현금및현금성자산	1,491	439	168	143	489
매출채권및기타유동채권	45	512	603	443	326
재고자산	288	469	371	324	244
기타유동자산	186	189	211	207	162
비유동자산	3,499	5,123	6,641	6,669	6,189
장기매출채권및기타비유동채권	56	52	55	55	43
유형자산	3,427	5,041	6,547	6,573	6,111
무형자산	5	16	16	15	15
투자자산	8	7	15	16	13
기타비유동자산	3	7	9	9	7
자산총계	5,510	6,732	7,995	7,785	7,410
유동부채	1,366	1,055	1,211	1,291	1,159
매입채무및기타유동채무	578	497	510	533	456
유동성이자발생차입금	518	288	510	510	510
기타유동부채	269	271	192	249	194
비유동부채	1,327	2,558	3,398	2,977	2,687
장기매입채무및기타비유동채무	454	526	582	594	461
사채및장기차입금	164	1,329	2,077	1,577	1,237
기타비유동부채	710	703	740	806	990
부채총계	2,693	3,613	4,610	4,268	3,846
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873
이익잉여금	522	793	895	1,027	1,073
기타자본	340	370	535	535	535
지배주주지분자본총계	2,817	3,118	3,385	3,517	3,563
자본총계	2,817	3,118	3,385	3,517	3,563
총차입금	682	1,617	2,586	2,086	1,746
순차입금	-810	1,178	2,418	1,943	1,257

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	271	-285	137	589	306
당기순이익	371	274	103	132	46
감가상각비	20	54	81	85	85
무형자산상각비	2	1	2	2	2
GrossCashFlow	538	422	252	297	195
운전자본변동	-219	-626	-23	291	111
매출채권및기타채권의증감	39	-467	-164	160	117
재고자산의증감	-51	-181	117	47	80
매입채무및기타채무의증감	-129	36	106	23	-77
영업에서창출된현금흐름	319	-204	229	589	306
투자활동현금흐름	-872	-1,602	-1,377	-114	379
투자자산의증감	-3	1	-8	-1	2
유형자산의감소	4	1	2	2	2
유형자산의증가(CAPEX)	-866	-1,583	-1,380	-114	376
무형자산의증감	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-7	-20	11	-1	1
FreeCashFlow	-544	-1,788	-1,151	476	683
재무활동현금흐름	1,879	835	970	-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	1	0	0
현금및현금성자산의순증가	1,277	-1,052	-271	-26	346
기초현금및현금성자산	214	1,491	439	168	143
기말현금및현금성자산	1,491	439	168	143	489

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,302	1,662	626	803	281
BPS	17,129	19,898	21,545	22,363	22,649
주당EBITDA	4,661	2,526	1,763	1,819	1,157
SPS	11,150	8,195	10,146	10,479	8,125
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	13.2	20.4	50.8	39.6	113.0
PBR	2.5	1.7	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	12.1	16.3	26.8	24.4	34.7
PSR	3.9	4.1	3.1	3.0	3.9
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	3.2	3.8	1.3
총자산이익률(ROA)	8.5	4.5	1.4	1.7	0.6
투자자본이익률(ROIC)	27.9	9.7	3.6	3.2	1.5
안정성(%)					
부채비율	95.6	115.9	136.2	121.4	107.9
순차입금비율	-28.8	37.8	71.4	55.3	35.3
유동비율	147.2	152.5	111.7	86.5	105.3
이자보상배율(배)	22.0	19.0	5.7	6.5	3.8
활동성(회)					
매출채권회전율	19.2	4.8	3.0	3.3	3.5
재고자산회전율	4.9	3.6	4.0	5.0	4.7
매입채무회전율	3.8	2.5	3.3	3.3	2.7

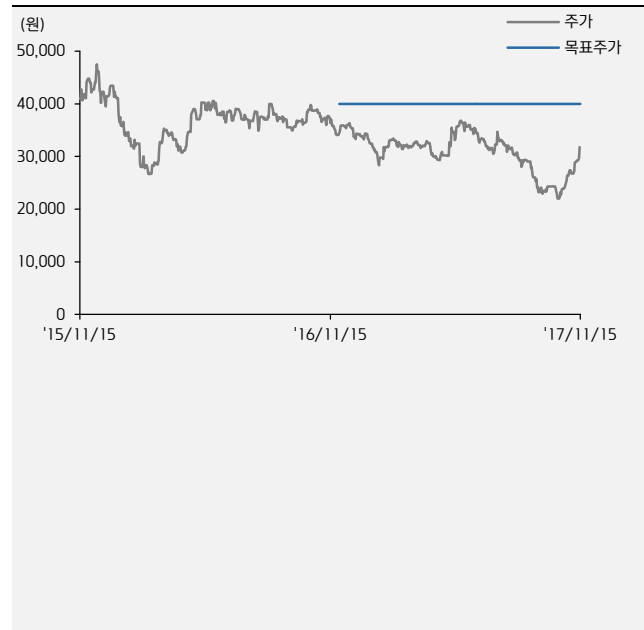
## Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK디앤디	2016-11-28	Outperform (Initiate)	40,000	6개월	-18.12	-8.00
(210980)	2017-08-17	Outperform (Maintain)	40,000	6개월	-18.32	-8.00
	2017-11-15	Outperform (Maintain)	40,000	6개월		

## 목표주가 추이



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%