

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

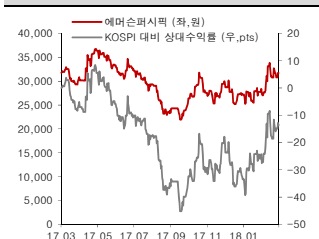
Company Data

자본금	8 십억원
발행주식수	1,646 만주
자사주	29 만주
액면가	500 원
시가총액	561 십억원
주요주주	
Initial Focal Limited	33.24%
중앙디앤엘(외4)	33.24%
외국인지분율	36.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/03/28)	34,050 원
KOSDAQ	850.97 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	38,200 원
52주 최저가	21,600 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	15.9%	18.0%
6개월	35.5%	2.4%
12개월	0.3%	-29.1%

에머슨퍼시픽 (025980/KQ | Not Rated)

좋아진 체력, 개선될 이익

에머슨퍼시픽은 레저형 디벨로퍼의 선구자로서 아난티코브의 성공적 오픈에 따라 분양매출에 의존하는 전형적인 사업모델을 탈피, 운영매출 확대로 이익의 영속성이 높아졌다. 지난해는 오픈에 따른 프로모션 비용 및 완공 자산에 대한 감가상각비 증가로 이익률이 감소했으나, 2018 년은 1) 아난티코브의 연간 가동을 확대, 2) 남해힐튼 골프앤리조트 회원제 반환 물량 (500 억원)의 분양에 따른 이익 개선이 기대된다

부산힐튼&아난티해운대 오픈으로 본격적인 체질 개선

레저형 디벨로퍼의 단점은 분양매출이 종료되는 시점에 신규 프로젝트가 없을 경우 매출 절벽이 발생한다는 점인데, 에머슨퍼시픽의 경우 보유 사이트의 확대와 부산힐튼&아난티해운대가 지난해 7 월 본격적으로 오픈함에 따라 운영매출이 확대되고 있다는 점에 주목한다. 운영매출의 확대는 실적 변동성을 방어함과 동시에, Recurring Revenue로서 일정 수준 객실 가동률만 올라온다면 안정적인 이익을 추구할 수 있기 때문에 긍정적이다. 프로젝트 준공에 따른 자산화로 감가상각비가 증가한 점, 초기 프로모션 비용 및 아난티 해운대 신규 직원 채용등에 따른 비용 증가로 2017 년 영업이익률은 8.3%에 그쳤다. 그러나 2018 년부터 부산힐튼&아난티해운대의 점진적 객단가 증가, 반기에서 온기 실적 반영에 따른 자연증가분을 감안하면 영업이익률 개선은 확정적이라는 판단이다. 더불어 남해 힐튼 회원권 반환 물량의 재분양 (500 억원)을 감안하면, 분양매출 역시 확대될 것으로 보여 펀더멘탈의 개선이 기대된다.

아난티 금강산, 기대할 만한 모멘텀

에머슨퍼시픽은 총 투자비 850 억원을 들여 2008 년 4 월 아난티 금강산 골프장을 완공, 회원권 판매를 진행했다. 그러나 곧바로 남북관계가 악화되어 국가에서 해당 자산을 동결 처리했으며, 회원권 분양수익 626 억원은 장기전수금으로 계상되었다. 해당 사이트에서는 현재 연간 유휴자산상각비가 12 억원씩 발생한다. 아난티 금강산 운영권은 50 년으로, 따라서 남북 관계 개선의 시그널이 나타날 때마다 해당 자산의 재 운영에 따른 기대감으로 에머슨퍼시픽의 주가가 급등한다. 최근 북한의 행보를 감안할 때, 아난티 금강산과 관련한 남북경협주로서의 모멘텀이 터무니없어 보이지 않는다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	십억원	27	21	47	125	135
yoy	%	31.0	-24.5	127.4	165.3	7.7
영업이익	십억원	-1	-1	10	50	36
yoy	%	적지	적지	흑전	394.5	-28.6
EBITDA	십억원	2	1	12	52	41
세전이익	십억원	-4	-5	3	47	32
순이익(지배주주)	십억원	-3	-4	20	54	40
영업이익률%	%	-2.4	-6.4	21.5	40.0	26.5
EBITDA%	%	7.3	4.1	25.6	41.7	30.6
순이익률	%	-9.9	-19.1	42.5	43.3	29.8
EPS	원	-235	-369	269	2,252	1,662
PER	배	n/a	n/a	45.4	19.3	20.4
PBR	배	1.0	1.9	2.9	2.5	1.8
EV/EBITDA	배	25.4	103.1	14.3	12.1	16.3
ROE	%	-8.0	-14.0	8.0	22.6	9.2
순차입금	십억원	20	37	39	-81	118
부채비율	%	641.1	791.9	581.2	95.6	115.9

에머슨퍼시픽 실적 추이

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017P	비고
매출액	47.2	125.2	134.9	150.5	
I. 리조트운영	18.7	19.6	24.1	51.1	
힐튼남해골프&스파 리조트	18.7	19.6	19.8	20.2	
객실수 (A)	170.0	170.0	170.0	170.0	
객단가 (판매가 기준, 만원) (F)	20.0	20.0	20.0	20.0	
가동률 (%) (F)	54.9	57.5	58.2	59.4	
Full Capacity (F)	34.0	34.0	34.0	34.0	
아난티펜트하우스 서울			4.3	5.6	
객실수 (A)			76.0	76.0	
객단가 (판매가 기준, 만원) (F)			25.0	27.5	Promotion 이후 점진적 객단가 회복 추정
가동률 (%) (F)			22.6	50.0	
Full Capacity (F)			19.0	20.9	
부산힐튼&아난티펜트하우스 해운대			26.7	25.3	
객실수 (A)				528	호텔 310객실 + 콘도미니엄 218객실
객단가 (판매가 기준, 만원) (F)				20	Promotion 이후 점진적 객단가 회복 추정
가동률 (%) (F)				24	2017년 6월 오픈
Full Capacity (F)				105.6	
II. 공사	0.3	0.0	0.0	0.0	
III. 분양	28.1	105.5	110.7	97.6	
아난티펜트하우스 서울	27.0	67.5	13.6	16.6	
기간 인식율 (%)	21.6	54.1	10.9	12.9	
누적 인식율 (%)	0.0	75.8	86.7	99.6	
부산힐튼&아난티펜트하우스 해운대	1.1	38.0	97.1	101.1	
기간 인식율 (%)	0.4	12.9	33.0	34.4	
누적 인식율 (%)	0.0	13.3	46.3	80.7	
IV. 기타	0.1	0.1	0.1	1.7	명의개서료 외
매출총이익	22.9	65.9	66.2	67.5	
매출총이익률 (%)	48.6	52.6	49.1	44.8	
영업이익	10.1	50.1	35.7	12.5	
영업이익률 (%)	21.5	40.0	26.5	8.3	

자료: 에머슨퍼시픽 SK 증권

주: A는 실제값 F는 SK 증권 추정값임

아난티 금강산, 남북경협주로 묶이는 요인

보유 사이트	비고
힐튼남해 골프&스파	2006년 9월 완공, 총 투자비 1,284억원, 분양수익 1,422억원
아난티서울	2015년 12월 완공, 총 투자비 1,340억원, 분양수익 1,247억원
힐튼&아난티해운대	2017년 5월 완공, 총 투자비 3,703억원, 분양수익 2,939억원
아난티금강산	2008년 4월 완공, 총 투자비 850억원, 분양수익 626억원 장기선수금에 계상 50년 운영권 보유, 운휴자산상각비 연간 12억원 발생

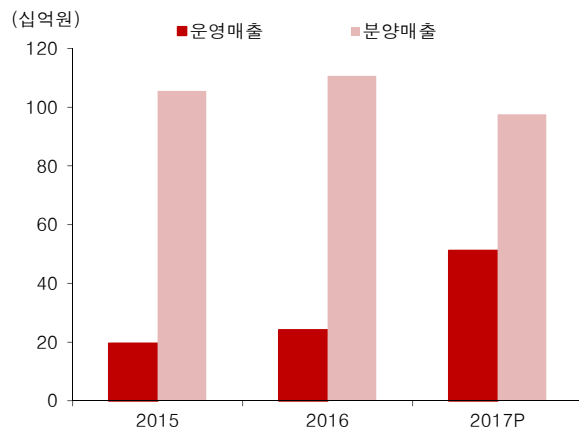
자료: 에머슨퍼시픽, SK 증권

리조트 회원권 구분

구분	등기제	회원제
방식	구좌를 개인 소유로 등기	구좌 사용권을 일정 기간동안 부여
현금흐름	판매가격만큼 현금 수령	판매가격만큼 현금 수령
매출인식	분양률X공정률	명목개서비 외 매출인식 없음
부채인식	-	판매금액에 대해 선수금부채로 계상
장점	손익계산서 개선, 반환리스크 없음	환금성에 대한 프리미엄으로 초기 빠른 현금유입
단점	신규프로젝트가 없으면 매출 절벽 발생	손익계산서 악화 (매출없는 비용 발생), 반환리스크 발생

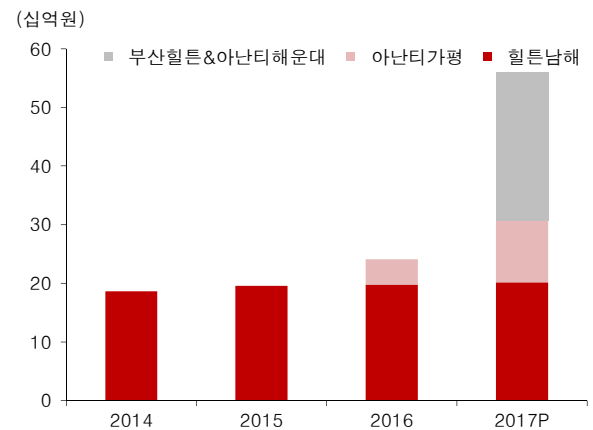
자료: SK 증권

에머슨퍼시픽 운영매출 증가



자료: 에머슨퍼시픽, SK 증권

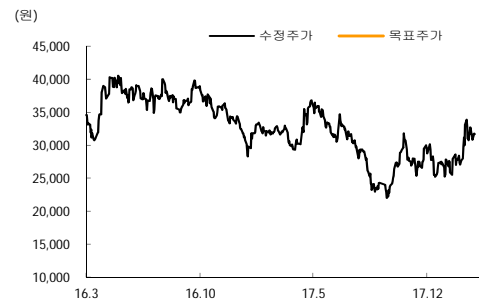
부산힐튼&아난티해운대가 운영매출 성장에 큰 기여



자료: 에머슨퍼시픽, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2018.03.28 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 3월 28일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

(단위: 십억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	51	63	74	201	161
현금및현금성자산	16	8	21	149	44
매출채권 및 기타채권	8	9	8	4	51
재고자산	9	10	22	29	47
비유동자산	178	177	246	350	512
장기금융자산	1	0	0	1	1
유형자산	170	171	241	343	504
무형자산	1	0	1	1	2
자산총계	229	240	320	551	673
유동부채	34	46	95	137	106
단기금융부채	30	41	58	52	29
매입채무 및 기타채무	3	3	8	11	21
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	164	167	178	133	256
장기금융부채 (사채+장차)	6	4	3	16	133
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	198	213	273	269	361
지배주주지분	31	27	47	282	312
자본금	5	5	5	8	8
자본잉여금	9	9	9	187	187
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-11
자기주식	0	0	0	0	-10
이익잉여금	17	13	15	52	79
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	31	27	47	282	312
부채외자본총계	229	240	320	551	673

현금흐름표

월 결산(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	-8	-18	34	27	-28
당기순이익(손실)	-3	-4	3	37	27
비현금성항목등	6	4	9	12	7
유형자산감가상각비	2	2	2	2	5
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	3	2	7	9	1
운전자본감소(증가)	-11	-18	23	-22	-63
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-7	-1	0	4	-47
재고자산감소(증가)	-0	-0	-20	-5	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	-1	4	4	10
기타	-5	-17	39	-25	-7
법인세납부	2	0	-0	-2	-8
투자활동현금흐름	1	1	-24	-87	-160
금융자산감소(증가)	0	-1	12	0	-1
유형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-0	-0	-0	-0	-0
기타	1	2	1	-1	-1
재무활동현금흐름	8	9	3	188	83
단기금융부채증가(감소)	8	9	3	-12	-26
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	19	120
자본의증가(감소)	0	0	0	181	-10
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-0	-0	0	-0	-0
현금의 증가(감소)	0	-8	14	128	-105
기초현금	15	16	8	21	149
기말현금	16	8	21	149	44
FCF	-9	-19	-3	-60	-187

자료 : 에머슨퍼시픽, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	27	21	47	125	135
매출원가	20	13	24	59	69
매출총이익	8	8	23	66	66
매출총이익률 (%)	27.9	37.7	48.6	52.6	49.1
판매비와관리비	8	9	13	16	31
영업이익	-1	-1	10	50	36
영업이익률 (%)	-2.4	-6.4	21.5	40.0	26.5
비영업손익	-1	-1	10	50	36
순금융비용	-3	-4	-7	-3	-4
외환관련손익	-1	-2	-2	-2	-1
관계기업투자등 관련손익	-0	0	0	-0	-0
세전계속사업이익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익률 (%)	-4	-5	3	47	32
계속사업법인세	-12.9	-25.1	6.7	37.4	23.9
계속사업이익	-1	-1	0	10	5
중단사업이익	-3	-4	3	37	27
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	0	0	0
순이익률 (%)	-3	-4	3	37	27
지배주주	-9.4	-19.5	6.3	29.6	20.3
지배주주귀속 순이익률(%)	-3	-4	20	54	40
비지배주주	-9.9	-19.1	42.5	43.3	29.8
총포괄이익	0	-0	-17	-17	-13
지배주주	-3	-4	20	54	40
비지배주주	-3	-4	20	54	40
EBITDA	0	0	0	0	0
	2	1	12	52	41

주요투자지표

월 결산(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	31.0	-24.5	127.4	165.3	7.7
영업이익	적지	적지	흑전	394.5	-28.6
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	1,383.7	-31.2
EBITDA	2,370.3	-58.2	1,338.9	331.8	-20.9
EPS(계속사업)	적지	적지	흑전	738.1	-26.2
수익성 (%)					
ROE	-1.2	-1.7	1.1	8.5	4.5
ROA	-8.0	-14.0	8.0	22.6	9.2
EBITDA마진	7.3	4.1	25.6	41.7	30.6
안정성 (%)					
유동비율	148.0	137.4	77.6	147.2	152.5
부채비율	641.1	791.9	581.2	95.6	115.9
순차입금/자기자본	65.0	138.3	83.8	-28.8	37.8
EBITDA/이자비용(배)	1.7	0.4	4.6	23.0	22.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-235	-369	269	2,252	1,662
BPS	2,756	2,409	4,218	17,076	18,840
CFPS	23	16	21	50	42
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	n/a	n/a	53.2	23.4	26.6
PER(최저)	n/a	n/a	18.3	5.0	14.7
PBR(최고)	1.8	4.6	3.4	3.1	2.3
PBR(최저)	0.5	1.2	1.2	0.7	1.3
PCR	123.9	275.8	572.5	862.0	808.7
EV/EBITDA(최고)	35.2	187.9	16.1	14.4	17.8
EV/EBITDA(최저)	18.4	81.9	7.8	3.1	11.5