



BUY(Upgrade)

목표주가: 45,000원(상향)

주가(4/3): 34,500원

시가총액: 5,680억원



Stock Data

KOSDAQ (4/3)		872.32pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	36,800원	22,000원
등락률	-6.3%	56.8%
수익률	절대	상대(vs KSE)
1M	24.8%	22.7%
6M	42.0%	39.2%
1Y	6.6%	-5.4%

Company Data

발행주식수	16,464천주
일평균 거래량(3M)	170천주
외국인 지분율	36.7%
배당수익률(18E)	0.0%
BPS(18E)	22,414원
주요 주주	중앙디엔엘 외4인
	33.2%
	Initial Focal Limited
	33.2%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,505	1,722	1,318	1,084
영업이익	125	323	162	109
EBITDA	302	553	364	286
세전이익	13	262	100	50
순이익	26	219	88	45
지배주주지분순이익	26	219	88	45
EPS(원)	159	1,329	537	273
증감률(%YoY)	-90.4	733.6	-59.6	-49.2
PER(배)	180.4	26.0	64.3	126.5
PBR(배)	1.4	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	23.0	13.6	18.5	21.8
영업이익률(%)	8.3	18.8	12.3	10.1
ROE(%)	0.8	6.4	2.5	1.2
순부채비율(%)	67.2	53.1	28.9	15.2

Price Trend



Update

에머슨퍼시픽 (025980)

테마는 거들 뿐, 체력도 탄탄하다!



<Update> 동사는 신규 분양사업의 부재로 올해 실적에 대해 매출 감소와 수익성 부진이 예상됐지만, 아난티코브의 성공적인 런칭과 힐튼 남해의 등기제 분양으로 올해 매출과 영업이익 모두 두 자리 수 성장을 기록할 전망입니다. 분양 매출을 일으킬 신사업이 연내 구체화될 가능성이 높아, 올해 이후 실적도 기대해 볼만 합니다. 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가 역시 45,000원으로 상향합니다.

>>> 두 자리 수 영업이익률을 회복할 2018년

동사는 2017년 매출액 1,505억원(YoY +11.5%), 영업이익 125억원(YoY -65.0%)을 기록했다. 매출액은 지난 7월 오픈한 아난티코브의 운영 및 분양매출이 반영되면서 전년대비 11.5% 성장했으나, 영업이익은 65% 감소하면서 영업이익률은 8.3%(YoY -18.2%p)를 기록하는데 그쳤다. 이익이 급감한 이유는 1) 아난티코브 오픈에 따른 감가상각비 증가 등에 따른 운영부문 매출원가율 상승, 2) 아난티코브 신규인원 증가, 분양수수료 증가 등에 따른 판관비 증가 등이다. 올해는 1) 아난티코브의 운영매출이 온기로 반영되고, 2) 회원권이 만기된 힐튼 남해가 등기제 방식으로 전환돼 분양매출의 하락폭을 방어하면서, 올해 역시 두 자리 수 매출 성장이 가능할 전망이다. 수익성은 아난티코브 오픈에 따른 원가 및 판관비용이 정상화되면서 영업이익률 역시 18.8%(YoY +10.5%p)로 두 자리 수를 회복할 전망이다.

>>> 강력한 모멘텀! 남북 경협 + 사드 규제 완화

최근 남북관계가 개선되면서 동사가 보유중인 금강산 아난티 리조트에 대한 관심이 커지고 있다. 만약 금강산 관광이 재개된다면, 아난티 서울 이상의 운영매출이 기대된다. 복구비용은 들어가겠지만 남북 경협 기업 피해 지원 대상으로 선정돼 최대 100억원의 손실 보전이 가능하다. 더불어 금강산 아난티 리조트 내 개발 가능 부지도 보유하고 있어, 기존 금강산 아난티 리조트 외 추가로 개발사업이 가능하다. 또한 사드 규제가 완화되면서 2대 주주인 중국민생투자유한공사 주주사 및 계열사와의 협업에 따른 사업 시너지 확대 가시성도 높아지고 있다.

>>> 테마는 거들 뿐, 체력도 탄탄하다!

동사는 신규 분양사업의 부재로 올해 실적에 대해 매출 감소와 수익성 부진이 예상됐지만, 아난티코브의 성공적인 런칭과 힐튼 남해의 등기제 분양으로 올해 매출과 영업이익 모두 두 자리 수 성장을 기록할 전망이다. 다만, 추가적인 분양 프로젝트가 없다면 내년부터 매출과 이익의 감소는 정해진 수순이다. 동사는 이후 프로젝트로 아난티 강남 레지던스호텔을 추진 중이다. 분양사업이 아니기 때문에 매출 감소를 회복하기는 어려울 전망이다. 다만, 분양 매출을 일으킬 신사업을 준비 중으로 국내 구체화될 가능성이 높다. 현재 신사업에 대해서는 실적에 반영하지 않고 있다. 향후 동사의 공식적인 사업일정에 따라 실적 추정치는 변경 가능하다. 더불어 동사는 브랜드 가치 제고를 위해 사명을 변경하고, 유통주식수 확대를 통한 거래 활성화를 위해 주식분할을 결정하는 등 주주가치 제고를 위해서도 힘쓰고 있다. 최근 주도적인 테마 수혜와 탄탄한 체력을 반영해, 투자의견을 BUY로 상향한다. 목표주가 역시 2018년 EBITDA 553억원에 EV/EBITDA 17.2배(과거 3년 평균)를 적용해 45,000원으로 상향한다.

에마슨퍼시픽 연도별 수익 추이 (단위: 억원, %)

IFRS 연결	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	421	360	458	266	312	471	493	447	1,505	1,722	1,318
운영	48	69	200	209	195	254	276	232	525	957	1,003
힐튼 남해	37	53	58	51	40	56	60	52	200	208	219
아난티 서울	10	13	19	14	11	14	21	16	57	62	69
아난티 코브	0	0	123	143	144	185	195	164	266	687	705
아난티 강남	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10
분양	373	291	256	56	116	216	216	214	976	763	313
아난티 서울	27	12	57	4	3	3	3	1	100	10	0
아난티 코브	345	279	200	52	113	113	113	113	877	453	113
힐튼 남해	0	0	0	0	0	100	100	100	0	300	200
기타	0	0	1	1	0	0	1	0	3	2	2
매출원가율	55.7	39.8	65.4	57.4	63.1	52.8	57.6	56.5	55.2	57.0	61.4
운영	123.4	78.6	97.6	74.2	75.3	63.8	71.3	72.4	88.1	70.4	69.4
분양	47.1	30.5	40.5	-4.6	42.7	40.0	40.1	39.2	37.4	40.2	36.2
매출총이익률	44.3	60.2	34.6	42.6	36.9	47.2	42.4	43.5	44.8	43.0	38.6
영업이익	107	22	37	-41	52	86	121	65	125	323	162
영업이익률	25.5	6.2	8.0	-15.6	16.8	18.2	24.5	14.4	8.3	18.8	12.3
세전이익	90	2	5	-85	33	73	103	53	13	262	100
순이익	69	17	5	-63	29	60	85	45	26	219	88
순이익률	16.3	4.6	1.0	-23.9	9.3	12.8	17.2	10.0	1.7	12.7	6.7

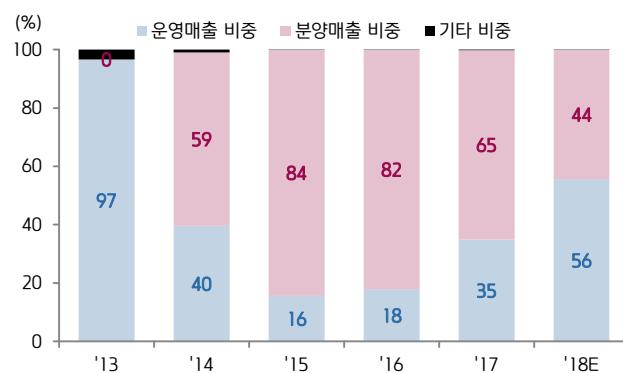
자료: 에마슨퍼시픽, 키움증권

에마슨퍼시픽 Valuation

구분	내용	비고
EBITDA(억원)	553	2018 추정치
적정 배수(배)	17.2	과거 3년 평균
적정 회사가치(억원)	9,495	
순차입금(억원)	2,047	2017~2018 평균
적정 주주가치(억원)	7,448	
발행주식총수(주)	16,464,183	
적정주가(원)	45,238	
목표주가(원)	45,000	
Upside(%)	30.4%	

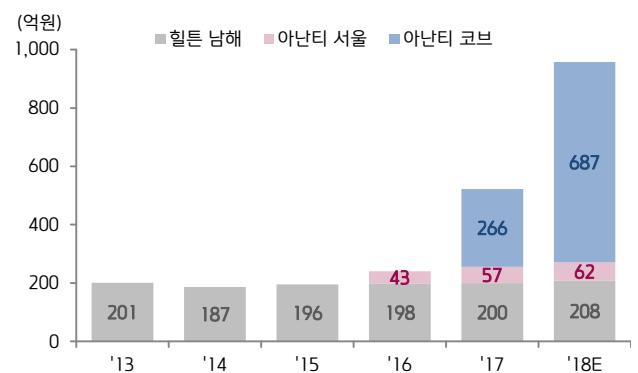
자료: 키움증권

선진 디베로퍼의 모습으로 발전되는 비즈니스 구조



자료: 에마슨퍼시픽, 키움증권

성공적으로 런칭된 아난티 코브



자료: 에마슨퍼시픽, 키움증권

에머슨퍼시픽 주식분할 결정

1. 주식분할 내용	구분		분할전	분할후
	1주당 가액 (원)		500	100
	발행주식총수	보통주식(주)	16,464,183	82,320,915
2. 주식분할 일정		종류주식(주)	0	0
주주총회예정일		2018-03-30		
구주권제출기간	시작일	2018-04-02		
	종료일	2018-05-02		
매매거래정지예정기간		2018-04-30 ~ 변경상장일 전일		
명의개서정지기간		2018-05-03 ~ 2018-05-15		
3. 주식분할목적	신주권교부예정일		2018-05-16	
	신주권상장예정일		2018-05-17	
3. 주식분할목적		유통주식수 확대를 통한 주식거래 활성화 및 주주가치 증대		

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

에머슨퍼시픽 상호변경 안내

1. 변경내용	가. 변경전	국문	에머슨퍼시픽 주식회사
		영문	Emerson Pacific Inc.
	나. 변경후	국문	주식회사 아난티
2. 변경사유	아난티 브랜드 가치 제고 및 기업 아이덴티티 강화		

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,349	1,505	1,722	1,318	1,084
매출원가	687	830	981	810	716
매출총이익	663	675	741	509	368
매출총이익률(%)	49.1	44.8	43.0	38.6	33.9
판매비 및 일반관리비	305	550	418	346	259
영업이익	357	125	323	162	109
영업이익률(%)	26.5	8.3	18.8	12.3	10.1
영업외손익	-35	-112	-61	-62	-60
금융수익	11	2	3	8	12
금융원가	21	97	43	52	52
기타수익	1	1	1	1	1
기타비용	26	18	22	20	21
종속 및 관계 기업 관련 손익	0	0	0	0	0
법인세 차감전이익	322	13	262	100	50
법인세비용	49	-13	44	12	5
유효법인세율	15.1	-105.6	16.6	12.0	9.6
당기순이익	274	26	219	88	45
순이익률(%)	20.3	1.7	12.7	6.7	4.1
지배주주지분순이익	274	26	219	88	45
EBITDA	413	302	553	364	286
EBITDA margin (%)	30.6	20.1	32.1	27.6	26.4
증감율(%), YoY					
매출액	7.7	11.5	14.4	-23.4	-17.7
영업이익	-28.6	-65.0	158.1	-49.7	-32.6
법인세 차감전이익	-31.2	-96.0	1,956.4	-61.8	-50.5
당기순이익	-26.2	-90.4	733.6	-59.6	-49.2
지배주주지분당기순이익	-26.2	-90.4	733.6	-59.6	-49.2
EBITDA	-20.9	-26.8	83.0	-34.2	-21.5
EPS	-49.7	-90.4	733.6	-59.6	-49.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-285	475	476	441	334
당기순이익	274	26	219	88	45
감가상각비	54	175	227	199	173
무형자산상각비	1	2	3	3	3
GrossCashFlow	422	324	553	364	286
운전자본변동	-626	295	-74	77	48
매출채권 및 기타채권의 증감	-467	356	-52	46	28
재고자산의 증감	-181	364	8	8	15
매입채무 및 기타채무의 증감	36	-187	-9	-9	-16
영업에서 창출된 현금흐름	-204	619	479	441	334
투자활동현금흐름	-1,602	-1,522	-126	384	107
투자자산의 증감	1	-14	1	4	2
유형자산의 감소	1	0	2	1	1
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,583	-1,514	-117	399	116
무형자산의 증감	-1	-6	-3	-3	-4
기타	-20	12	-9	-16	-8
FreeCashFlow	-1,788	-900	362	838	447
재무활동현금흐름	835	777	1	2	3
차입금의 증가(감소)	936	774	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의 처분(취득)	-100	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-1	3	1	2	3
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,052	-271	352	828	444
기초현금 및 현금성자산	1,491	439	168	520	1,348
기말현금 및 현금성자산	439	168	520	1,348	1,792

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,609	721	1,157	1,905	2,290
현금 및 현금성자산	439	168	520	1,348	1,792
매출채권 및 기타유동채권	512	153	206	159	131
재고자산	469	230	222	214	199
기타유동자산	189	170	209	184	168
비유동자산	5,123	6,582	6,475	5,856	5,555
장기매출채권 및 기타비유동채권	52	48	53	40	33
유형자산	5,041	6,476	6,364	5,765	5,475
무형자산	16	20	20	21	22
투자자산	7	21	20	16	14
기타비유동자산	7	18	18	13	11
자산총계	6,732	7,304	7,632	7,761	7,845
유동부채	1,055	1,228	1,228	1,206	1,184
매입채무 및 기타유동채무	497	253	244	236	220
유동성이자발생차입금	288	949	949	949	949
기타유동부채	271	26	35	22	16
비유동부채	2,558	2,769	2,878	2,942	3,003
장기매입채무 및 기타비유동채무	526	600	579	559	520
사채 및 장기차입금	1,329	1,442	1,442	1,442	1,442
기타비유동부채	703	728	857	940	1,040
부채총계	3,613	3,997	4,106	4,148	4,187
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,873	1,873	1,873	1,873	1,873
이익잉여금	793	817	1,035	1,124	1,169
기타자본	370	534	534	534	534
지배주주지분자본총계	3,118	3,307	3,525	3,614	3,659
자본총계	3,118	3,307	3,525	3,614	3,659
총차입금	1,617	2,391	2,391	2,391	2,391
순차입금	1,178	2,223	1,871	1,043	556

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,662	159	1,329	537	273
BPS	19,898	21,062	22,414	22,960	23,238
주당EBITDA	2,526	1,869	3,421	2,249	1,766
SPS	8,195	9,138	10,458	8,007	6,586
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	20.4	180.4	26.0	64.3	126.5
PBR	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	16.3	23.0	13.6	18.5	21.8
PSR	4.1	3.1	3.3	4.3	5.2
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)	9.2	0.8	6.4	2.5	1.2
총자산이익률(ROA)	4.5	0.4	2.9	1.1	0.6
투하자본이익률(ROIC)	9.7	5.3	5.0	2.9	2.2
안정성(%)					
부채비율	115.9	120.9	116.5	114.8	114.4
순자본비율	37.8	67.2	53.1	28.9	15.2
유동비율	152.5	58.8	94.2	158.0	193.4
이자보상배율(배)	19.0	1.3	7.7	3.2	2.1
활동성(회)					
매출채권회전율	4.8	4.5	9.6	7.2	7.5
재고자산회전율	3.6	4.3	7.6	6.1	5.2
매입채무회전율	2.5	4.0	6.9	5.5	4.8

Compliance Notice

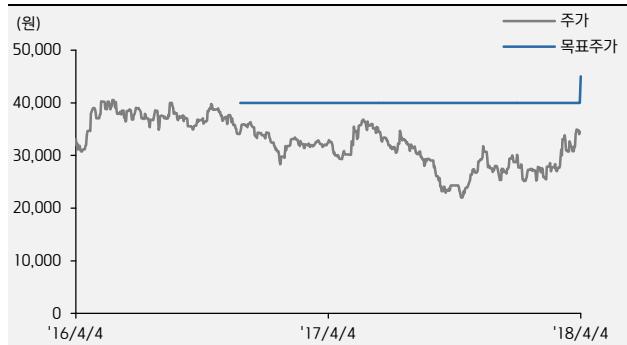
- 당사는 4월 3일 현재 '에마슨퍼시픽' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상사점			과라율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
에마슨퍼시픽 (025980)	2016-11-28	Outperform (Initiate)	40,000	6개월	-18.12	-8.00		
	2017-08-17	Outperform (Maintain)	40,000	6개월	-18.32	-8.00		
	2017-11-15	Outperform (Maintain)	40,000	6개월	-28.63	-12.63		
	2018-04-04	Buy(Upgrade)	45,000	6개월				

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자의견 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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%