

에머슨퍼시픽 (025980.KQ)

2017. 06. 19

레저

Analyst 김장열, RA 최보영

02-3779-3531

jay.kim1007@goldenbridgefg.com

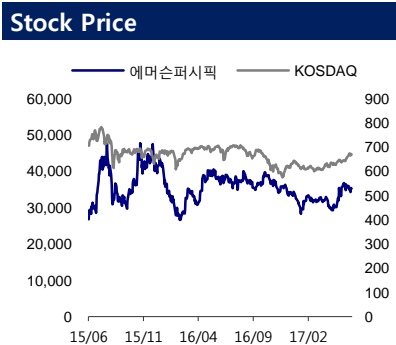
체질의 대변화, 주가는 미반영

BUY(maintain)	
목표주가	45,000 원
현재주가	34,450 원

Stock Data	
KOSDAQ(6/16)	670.7pt
시가총액	5,672억원
발행주식수	16,464천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	40,000/28,300원
90일 일평균거래대금	15억원
외국인 지분율	35.2%
배당수익률(17.12E)	0.0%
BPS(17.12E)	21,909원

수익률(%)	1W	1M	6M	12M
절대수익률	0.4	3.9	-2.6	-5.7
상대수익률	-0.4	-1.0	-10.5	-4.3

주주구성	
Initial Focal Limited	33.2%
중앙디앤엘 (외 4인)	33.2%
에머슨퍼시픽 자사주 펀드	1.6%



Financial Data											
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	20.8	-1.3	-5.2	-4.1	-369	적전	0.8	-12.2	101.5	1.8	-14.0
2014	47.2	10.1	3.2	3.0	269	흑전	12.1	45.4	14.2	2.9	8.0
2015	125.2	50.1	46.8	37.1	3,367	1,152.9	52.3	10.2	9.3	2.0	22.6
2016	134.9	35.7	32.2	27.4	1,662	-50.6	41.3	20.7	16.6	1.8	9.2
2017E	205.1	62.2	58.5	48.9	2,968	78.6	66.3	11.6	13.0	1.6	14.5

자료: 에머슨퍼시픽, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Again 2015년!

동사는 '15년 1월~11월 325% 주가가 상승했다. 상승의 이유는 ①객실 수 증가: (기존)'힐튼남해&스파리조트'의 170실 + (추가)'아난티서울'의 76실 = (총합) 246실로 증가 ②운영매출증가: (기존)'힐튼남해'의 운영매출액 약200억원 + (추가)'아난티서울'의 운영매출액 약100억원 = (총합) 운영매출 약300억원 증가예상. ③분양매출: '아난티서울'의 분양 총 매출 1,158억원 이다. '17년 6월 총 518실 규모의 부산프로젝트 오픈 → '18년 강남프로젝트 분양계획은 '15년의 동사의 주가상승이 재현될 수 있는 필요충분조건을 만족시킨다.

부산프로젝트 Grand open, 기업체질의 대변화 예고

'17년 6월 15일 218실 규모의 '아난티펜트하우스 해운대'가 오픈했으며 7월1일 310실 규모의 '힐튼부산'의 오픈이 예정되어 있다. 리조트가 위치한 부산 기장은 해운대 지역과는 달리 한적하고 여유로워 조용하고 편안한 휴식을 취하길 원하는 고객 니즈를 충족시키는 최적의 장소이다. 본격적인 여름 행락철이 시작될 시 성수기와 맞물린 운영수익 효과를 기대한다. **부산 프로젝트의 향후 예상 수익은 연간 매출액 약800억원, 영업이익 약200억원을 기대한다.** 부산점은 기존 리조트에서 볼 수 없었던 '아난티클리닉', '아난티타운'으로 쇼핑, 문화 그리고 건강관리의 통합 서비스를 경험할 것이다. 개발 분양이 가장 어려운 리조트 사업에서 높은 분양률과 펜트하우스의 완판은 브랜드 고급효과 때문이다. '부산 프로젝트' 오픈은 브랜드확장 및 기업체질변화의 국면이라고 판단한다.

사상 최대 실적 예상, 분양공백우려 해소 중

'16년 영업이익 적자를 기록했던 '아난티서울'은 프로모션비용축소, 객실요금 및 가동률 상승으로 '17년 적자규모 축소를 예상된다. '17년 6~7월에 걸쳐 오픈하는 부산프로젝트는 5월 기준 70%까지 분양률이 올라 왔으며 '17 3Q내 100% 완료가 예상된다. 총 예정 분양매출 3,129억원이며 현재 잔고 1,422억원이 공사 진행률에 따라 분기별로 반영될 것이다. **그 동안 분양사업은 동사의 매출비중 80%에 달하며, 분양공백에 대한 리스크는 동사의 주가를 누르는 요인이었다.** 그러나 ①지속적인 분양 개발: 강남 논현동 부지는 '17년 하반기 분양을 시작할 것이며, 자회사인 에머슨 자산운용(100%연결)을 통해 지속적인 토지매입과 분양 지속 ②안정적인 운영수익: '부산프로젝트'의 운영수익의 추가로 인해 향후 동사의 운영수익은 매출액 약1,000억원, 영업이익 약300억원 기본적 보장. 이로 인해 앞으로는 동사의 실적 및 성장성에 주목해야 할 시점이다.

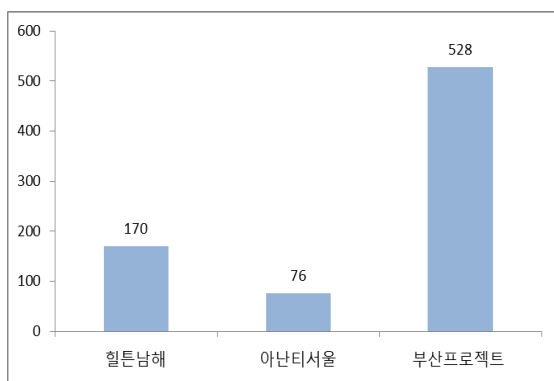
강남(논현동)부지: 호텔 혹은 주거? 아직 미정

동사가 535억원에 매입한 논현동 토지는 '18년 오픈예정인 6성급 부띠끄 호텔로 당초 계획되었으나 최근 주거사업으로 변경을 논의 중이다. 주거 사업으로 변경하려는 이유는 최근 인근부지주변에 호텔이 늘어나고 있으며, 회원수의 증가로 아난티 프리미엄의 대중화를 막기 위함으로 판단된다. 구상되는 주거 사업은 국내에 선보이지 않았던 최고급 빌라타운의 형식으로 50~200세대, 분양가 10~20억원을 예상하며 분양 영업이익은 40%정도로 추산한다. 동사는 입주자에게 아난티 회원권을 사용하게 하면서 차별화를 가져갈 전략이다. 이로 인해 동사는 리스크를 줄이고 아난티 브랜드를 확장할 수 있게 된다.

해외진출: '18년부터 본격 시작

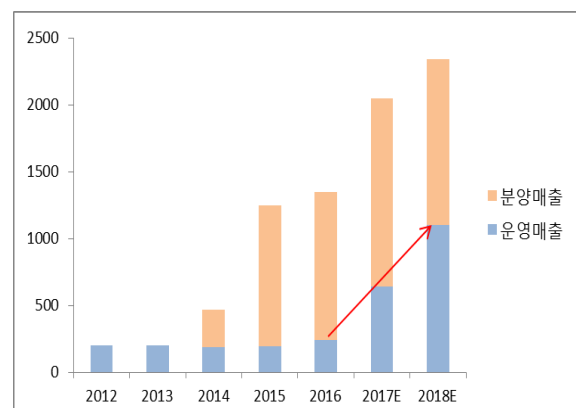
동사의 최대주주인 중국민생유한투자공사(이하 중민투)는 강력한 파트너이다. 중국 내 50여곳에 달하는 민간기업의 출자로 설립된 중국 내 최대규모의 민간투자 기업으로 자본규모 약 9조원에 달한다. 현재 중민투가 운영하고 있는 자산의 리조트 단지과 골프장을 동사가 위탁 경영 중이다. 연간 3~4억원규모의 이익을 실현하고 있으며 '17년 위탁운영을 5개까지 확장, '18년 본격적인 개발 사업의 확대를 추진할 계획이다. 해외 진출의 첫 단추는 중국일 것이며 이후 아난티 브랜드를 각인시키고 일본 및 동남아 유럽 시장을 개척할 청사진을 갖고 있다.

[그림1] 리조트 별 객실 수



자료: 에머슨퍼시픽, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림2] 매출 믹스변화, 운영매출 증가



자료: 에머슨퍼시픽, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림3] 에머슨퍼시픽 실적추이

(단위:억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	275	208	472	1252	1349	2051	2342
운영매출	201	201	187	196	241	643	1098
힐튼남해	201	201	187	196	198	198	189
아난티서울(가평)					43	65	100
힐튼부산						250	526
아난티해운대						130	273
(예정)강남							10
분양매출			281	1055	1107	1407	1244
아난티서울(가평)			270	675	136	27	0
부산프로젝트			11	380	971	1380	544
(예정)강남							700
기타	74	7	4	1	1	1	0
영업이익	-7	-13	101	501	357	622	651

자료: 에머슨퍼시픽, 골든브릿지투자증권 리서치센터

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017E
유동자산	62.9	73.7	201.1	160.9	182.1
현금 및 현금성자산	7.9	21.4	149.1	43.9	61.3
매출채권 및	8.7	8.3	4.4	51.2	40.0
재고자산	9.6	22.1	28.8	46.9	55.6
기타유동자산	36.7	21.8	18.7	18.9	20.3
비유동자산	177.2	246.4	349.9	512.3	721.7
관계기업투자등	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
유형자산	171.3	241.0	342.7	504.1	713.1
무형자산	0.4	0.6	0.5	1.6	1.5
자산총계	240.1	320.1	551.0	673.2	680.0
유동부채	45.8	94.9	136.6	105.5	55.4
매입채무 및	2.9	7.7	11.5	21.1	23.8
단기금융부채	41.1	57.7	51.8	28.8	1.0
기타유동부채	1.8	29.4	73.3	55.6	30.6
비유동부채	167.4	178.2	132.7	255.8	263.8
장기금융부채	4.0	3.0	16.4	132.9	136.5
기타비유동부채	163.4	175.2	116.4	122.9	127.3
부채총계	213.1	273.1	269.3	361.3	319.3
지배주주지분	26.9	47.0	281.7	311.8	360.7
자본금	5.5	5.5	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	9.5	9.5	187.3	187.3	187.3
이익잉여금	12.6	15.3	52.2	79.3	128.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	26.9	47.0	281.7	311.8	360.7

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017E
영업활동 현금흐름	-18.2	34.3	27.1	-28.5	36.4
당기순이익(손실)	-4.1	3.0	37.1	27.4	48.9
비현금수익비용가감	5.3	9.6	16.7	14.8	12.1
유형자산감가상각비	2.0	1.8	2.0	5.4	4.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
기타현금수익비용	0.3	0.0	0.2	0.2	8.0
영업활동 자산부채변동	-18.5	22.7	-21.9	-62.6	-21.1
매출채권 감소(증가)	-1.2	0.4	3.9	-46.7	11.2
재고자산 감소(증가)	-0.3	-20.5	-5.1	-18.1	-8.6
매입채무 증가(감소)	-0.5	4.1	3.7	9.6	2.7
기타자산, 부채변동	-16.5	38.7	-24.5	-7.4	-26.4
투자활동 현금	1.1	-24.0	-87.2	-160.2	-213.7
유형자산처분(취득)	-0.5	-37.0	-86.1	-158.2	-213.0
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.5	12.6	0.8	-0.8	-0.2
기타투자활동	2.1	0.4	-1.7	-1.1	-0.5
재무활동 현금	9.5	3.3	187.9	83.5	-24.1
차입금의 증가(감소)	9.5	3.3	7.4	93.6	-24.2
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	180.6	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	-0.1	-10.1	0.1
현금의 증가	-7.7	13.5	127.7	-105.2	-201.5
기초현금	15.5	7.9	21.4	149.1	43.9
기말현금	7.9	21.4	149.1	43.9	-157.6

자료: 에머슨퍼시픽, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017E
매출액	20.8	47.2	125.2	134.9	205.1
매출원가	12.9	24.3	59.4	68.7	106.4
매출총이익	7.8	22.9	65.9	66.3	98.7
판매비와 관리비	9.2	12.8	15.8	30.5	36.5
영업이익	-1.3	10.1	50.1	35.7	62.2
(EBITDA)	0.8	12.1	52.3	41.3	66.3
금융손익	-1.7	-2.2	-2.1	-0.8	-2.0
이자비용	2.0	2.7	2.3	1.9	2.3
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.1	-4.8	-1.2	-2.7	-1.7
세전계속사업이익	-5.2	3.2	46.8	32.2	58.5
계속사업법인세비용	-1.2	0.2	9.7	4.9	9.6
계속사업이익	-4.1	3.0	37.1	27.4	48.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-4.1	3.0	37.1	27.4	48.9
지배주주	-4.1	3.0	37.1	27.4	48.9
총포괄이익	-4.1	20.3	54.4	40.5	48.9
매출총이익률 (%)	37.7	48.6	52.6	49.1	48.1
영업이익률 (%)	-6.4	21.5	40.0	26.5	30.3
EBITDA마진률 (%)	4.1	25.6	41.7	30.6	32.3
당기순이익률 (%)	-19.5	6.3	29.6	20.3	23.8
ROA (%)	-1.7	1.1	8.5	4.5	7.2
ROE (%)	-14.0	8.0	22.6	9.2	14.5
ROIC (%)	-1.8	12.9	27.8	9.7	9.6

주요 투자지표

	2013	2014	2015	2016	2017E
투자지표 (x)					
P/E	-12.2	45.4	10.2	20.7	11.6
P/B	1.8	2.9	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	101.5	14.2	9.3	16.6	13.0
P/CF	303.4	30.2	7.1	13.4	9.3
배당수익률 (%)	0	0	0	0	0
성장성 (%)					
매출액	-56.0	127.4	165.3	7.7	52.0
영업이익	적전	흑전	394.5	-28.6	74.0
세전이익	적전	흑전	1,383.7	-31.2	81.5
당기순이익	적전	흑전	1,155.4	-26.2	78.6
EPS	적전	흑전	1,152.9	-50.6	78.6
안정성(%)					
부채비율	791.9	581.2	95.6	115.9	88.5
유동비율	137.4	77.6	147.2	152.5	n/a
순차입금/자기자본	133.2	81.3	-28.9	37.4	81.5
영업이익/금융비용	-0.7	3.8	22.0	19.0	26.5
총차입금 (십억원)	45.1	60.8	68.2	161.7	137.5
순차입금 (십억원)	35.9	38.2	-81.4	116.8	293.9
주당지표(원)					
EPS	-369	269	3,367	1,662	2,968
BPS	2,449	4,275	17,108	18,940	21,909
CFPS	114	1,143	4,883	2,563	3,704
DPS	0	0	0	0	0

에머슨퍼시픽 목표주가 추이	투자의견 변동내역																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2017.06.19 (담당자변경)</td> <td>BUY</td> <td>45,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.02.27</td> <td>BUY</td> <td>45,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격	2017.06.19 (담당자변경)	BUY	45,000				2017.02.27	BUY	45,000			
일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격														
2017.06.19 (담당자변경)	BUY	45,000																	
2017.02.27	BUY	45,000																	

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 5 단계	Strong Buy (강력매수) Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) Not Rated(투자의견없음) 합계	+50% 이상 기대 +20% ~+50% -20% ~+20% -20% 이하 기대 등급보류	3.2% 52.8% 2.4% 0.0% 41.6% 100.0%	투자의견 비율은 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)