



## Outperform (Downgrade)

목표주가: 111,000원

주가(1/27): 104,500원

시가총액: 39,709억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/27)		1,897.87pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	105,500원	73,200원
등락률	-0.95%	42.76%
수익률	절대	상대
1W	2.5%	7.5%
1M	19.8%	28.7%
1Y	32.1%	35.9%

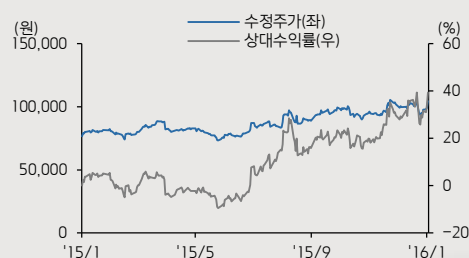
## Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	64천주
외국인 지분율	47.39%
배당수익률(15E)	1.20%
BPS(15E)	29,385원
주요 주주	일본SECOM 25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인 20.93%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015P	2016E
매출액	12,741	17,183	18,304	19,798
보고영업이익	1,291	1,723	1,771	1,984
핵심영업이익	1,291	1,723	1,771	1,984
EBITDA	2,335	3,137	3,326	3,694
세전이익	1,223	1,520	1,612	1,879
순이익	860	1,186	1,560	1,465
지배주주지분순이익	792	1,118	1,542	1,414
EPS(원)	2,084	2,943	4,058	3,722
증감률(%Y Y)	-21.5	41.2	37.9	-8.3
PER(배)	35.9	24.2	24.6	28.1
PBR(배)	2.9	2.6	3.4	3.3
EV/EBITDA(배)	11.9	9.1	11.2	10.2
보고영업이익률(%)	10.1	10.0	9.7	10.0
핵심영업이익률(%)	10.1	10.0	9.7	10.0
ROE(%)	10.0	13.1	16.7	14.0
순부채비율(%)	-10.6	12.9	-7.4	-18.0

## Price Trend



## 4Q 실적 Review

## 에스원 (012750)

## 일회성 비용의 증가로 부진한 실적



〈장 후 실적발표〉 동사의 4분기 매출액은 4,647억원(YoY 6.6%), 영업이익은 397억원(YoY -13.7%)으로 부진한 실적을 발표했다. 인센티브성 인건비 등 일회성 비용이 증가했기 때문이다. 시스템보안사업의 안정적인 성장과 건물관리부문의 높은 성장세에도, 아쉬운 점은 두 자리 수 성장을 이어가던 상품판매부문의 역성장이다. 다만 올해는 삼성전자 평택 투자에 대한 주주가 전망돼 회복할 수 있을 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. 일회성 비용의 증가로 부진한 실적

동사의 4분기 매출액은 4,647억원(YoY 6.6%, QoQ -0.9%), 영업이익은 397억원(YoY -13.7%, QoQ -21.4%)으로 시장기대치에 미치지 못하는 실적을 발표했다. 가장 큰 원인은 인센티브성 인건비 등 일회성 비용이 증가했기 때문이다. 대신 충당금 형태로 쌓인 금액이므로 2016년 실적의 개선 가시성은 높아졌다고 볼 수 있다. 시스템보안사업은 전년대비 7.6%의 안정적인 성장을 이어갔고, 건물관리부문은 전년대비 16.3%의 높은 성장세를 기록했다. 아쉬운 점은 두 자리 수 성장을 이어가던 상품판매부문의 부진(YoY -5.9%)이다. 다만 올해는 삼성전자 평택 투자에 대한 주주가 전망돼 회복할 수 있을 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 역시 믿을만한 'SECOM'과 '블루에셋'

4분기 시스템보안 가입자수는 전년대비 9.5% 증가했고, 하락추세였던 ARPU는 3개 분기 연속 121천을 유지했다. 해지 고객수는 Retention marketing을 통한 고객관리 강화로 연간 15% 수준에서 13% 수준으로 급감했다. 티브로드와 어린이집 CCTV 업무협력, SKT와 스마트홈 제휴 등 마케팅 채널을 다양화하고 있어 M/S는 보다 확대될 것으로 예상된다. '블루에셋' 브랜드를 런칭한 건물관리사업부문은 관리 빌딩 증가 및 수선성 공사 매출이 증가하면서 전년대비 16% 성장했다. 기존 오피스 중심에서 주택을 비롯한 다양한 상품으로 확대되고 있으며, 계열사 사이트를 중심으로 해외 진출도 준비 중이다. 오피스 시장은 공실률이 증가하고 경쟁이 치열해지면서 전문적인 관리 서비스에 대한 수요가 증가하고 있다. 트윈시티 남산 수주처럼 뉴스테이 정책의 활성화 역시 건물관리 부문 성장의 기회요인이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. 투자 의견 Outperform 하향, TP 111,000원 유지

내년부터는 삼성전자의 평택 투자에 대한 본격적인 주주가 시작될 것으로 전망된다. 주당 1,200원의 현금배당을 결정했으며, 올해부터는 본격적인 배당 증가도 기대된다. 투자 의견은 목표주가 근접에 따라 Outperform으로 하향한다.

## 에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q14	3Q15	4Q15			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	4,358	4,689	4,647	6.6%	-0.9%	4,841	-4.0%	4,795	-3.1%
영업이익	460	505	397	-13.7%	-21.3%	556	-28.6%	524	-24.2%
OPM	10.6%	10.8%	8.5%	-2.1%p	-2.2%p	11.5%	-2.9%p	10.9%	-2.4%p
세전이익	335	487	316	-5.7%	-35.1%	466	-32.1%	446	-29.2%
순이익	308	736	200	-35.0%	-72.8%	363	-44.9%	369	-45.8%

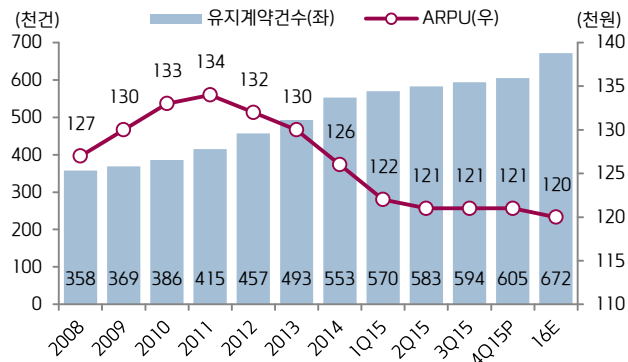
자료: 에스원, 키움증권 (주: 동 테이블 숫자는 시큐아이 실적이 모두 중단영업이익단으로 계산)

## 에스원 연도 및 분기별 수익추정 (단위: 억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	2015E
ARPU	128	128	128	126	126	122	121	121	121	121
유지계약건수(천건)	506	520	531	553	553	569	583	594	605	605
yoy	9.6%	11.0%	10.5%	12.2%	12.2%	12.5%	12.0%	11.9%	9.5%	9.5%
매출액	3,880	4,325	4,299	4,680	17,183	4,271	4,696	4,689	4,647	18,303
보안시스템 서비스	3,155	3,424	3,360	3,546	13,485	3,403	3,700	3,862	3,691	14,656
건물관리 서비스	763	919	922	1,031	3,635	954	1,023	1,049	1,199	4,225
정보보안솔루션개발 및 공급	156	230	219	335	941	140	208	0	0	348
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	24	23	23	26	95	24	22	28	26	100
영업이익	412	404	375	533	1,723	404	465	467	397	1,733
영업이익률	10.6%	9.3%	8.7%	11.4%	10.0%	9.5%	9.9%	10.0%	8.5%	9.5%
법인세비용차감전순익	389	388	332	411	1,520	368	441	487	316	1,612
당기순이익	305	316	257	308	1,186	291	333	736	200	1,560
지배주주지분 당기순이익	298	293	249	279	1,118	287	320	735	200	1,542
EPS(원)					2,943					4,058
DPS(원)					1,150					1,200
배당성향					39.1%					29.6%
배당수익률					1.6%					1.2%

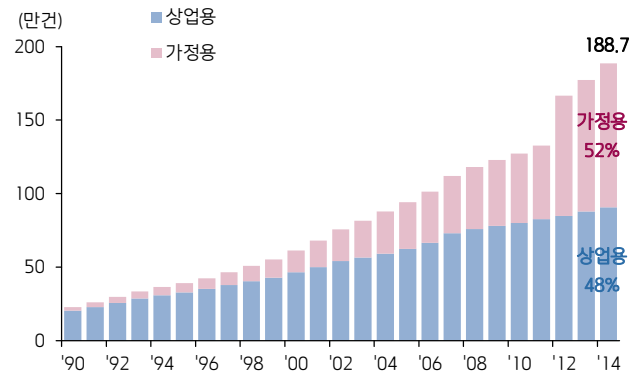
자료: 에스원, 키움증권

## 가입자당 월평균 매출(ARPU) &amp; 가입자수 추이



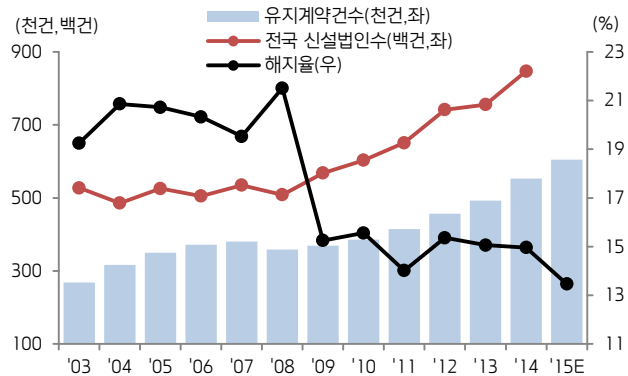
자료: 에스원, 키움증권

## 일본 SECOM 가입자수 추이



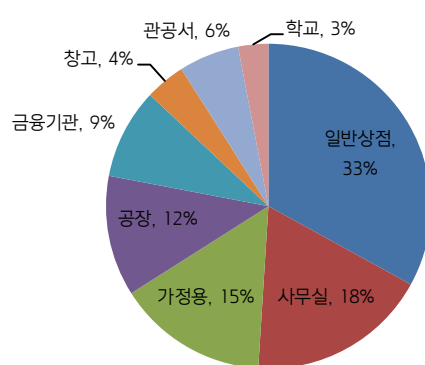
자료: 에스원, 키움증권

## 신설법인수와 에스원 유지계약건수 &amp; 해지율 추이



자료: 에스원, 키움증권

## 시스템보안 가입자 분포



자료: 에스원, 키움증권

## 상품판매 및 건물관리부문 주요 매출 및 수주 현황

상품판매	GOP과학화 중서부지역, 전자 베트남 통합보안시스템, 호주 로이힐	건물관리	디스플레이 천안 캠퍼스, 센터플레이스 등
주요 매출	디스플레이 기흥/안산 캠퍼스 안전환경, 김포공항 외곽보안 등	주요 수주	전자디자인연구소 및 무역센터 등 기술 컨설팅
상품판매	디스플레이 베트남/전자 수원통합보안	에너지부문	서울R&D센터 BEMS, 대덕전자 ESS
주요 수주	UAE원전 모니터링(출입통제), 몽골공항 고해상도 카메라	주요 매출	하이센 에너지효율화, 삼성서울병원 히트파이프 설치 등
	전자 평택 반도체 외곽보안, HDC 신라면세점 통합보안 등	주요 수주	문화재단(리움/호암미술관) LED 교체 등

자료: 에스원, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	12,741	17,183	18,304	19,798	21,891
매출원가	8,397	11,766	12,783	13,934	15,438
매출총이익	4,345	5,417	5,521	5,864	6,453
판매비및일반관리비	3,053	3,694	3,750	3,880	4,148
영업이익(보고)	1,291	1,723	1,771	1,984	2,305
영업이익(핵심)	1,291	1,723	1,771	1,984	2,305
영업외손익	-68	-203	-159	-105	-57
이자수익	103	39	25	69	112
배당금수익	1	1	0	0	0
외환이익	19	26	26	26	26
이자비용	0	99	0	0	0
외환손실	27	38	38	38	38
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-66	-64	-64	-64	-64
금융상품평가및기타금융이익	0	0	-18	-11	-11
기타	-99	-67	-90	-85	-81
법인세차감전이익	1,223	1,520	1,612	1,879	2,248
법인세비용	364	334	380	413	494
유효법인세율 (%)	29.7%	21.9%	23.6%	22.0%	22.0%
당기순이익	860	1,186	1,560	1,465	1,753
지배주주지분순이익(억원)	792	1,118	1,542	1,414	1,711
EBITDA	2,335	3,137	3,326	3,694	4,186
현금순이익(Cash Earnings)	1,903	2,600	3,115	3,176	3,635
수정당기순이익	906	1,237	1,614	1,524	1,812
증감율(% YoY)					
매출액	16.2	34.9	6.5	8.2	10.6
영업이익(보고)	-4.1	33.4	2.8	12.0	16.2
영업이익(핵심)	-4.1	33.4	2.8	12.0	16.2
EBITDA	7.3	34.3	6.0	11.1	13.3
지배주주지분 당기순이익	-21.5	41.2	37.9	-8.3	21.0
EPS	-21.5	41.2	37.9	-8.3	21.0
수정순이익	-19.8	36.5	30.5	-5.6	18.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,649	2,817	3,033	3,128	3,197
당기순이익	860	1,186	1,560	1,465	1,753
감가상각비	1,043	1,413	1,555	1,710	1,881
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-1	2	12	12	12
자산처분손익	66	64	64	64	64
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-766	-520	149	-229	-554
기타	448	670	-308	105	40
투자활동현금흐름	-1,067	-4,546	-319	-1,482	-1,536
투자자산의 처분	847	1,836	1,030	-232	-248
유형자산의 처분	2	2	1	0	0
유형자산의 취득	-1,861	-1,431	-1,329	-1,332	-1,334
무형자산의 처분	-55	-6	0	0	0
기타	-0	-4,948	-4	-19	-3
재무활동현금흐름	-439	1,523	-2,702	-438	-455
단기차입금의 증가	0	1,900	-1,900	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-431	-380	-802	-438	-455
기타	-8	3	-0	0	0
현금및현금성자산의순증가	143	-206	12	1,208	1,206
기초현금및현금성자산	761	904	698	710	1,918
기말현금및현금성자산	904	698	710	1,918	3,124
Gross Cash Flow	2,609	3,522	3,538	4,149	4,698
Op Free Cash Flow	-731	802	1,728	1,697	1,792

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	5,573	3,740	3,049	4,923	7,039
현금및현금성자산	904	698	710	1,918	3,124
유동금융자산	2,432	604	135	365	594
매출채권및유동채권	1,667	1,771	1,525	1,650	2,189
채고자산	484	564	495	792	912
기타유동비금융자산	87	104	184	199	220
비유동자산	5,935	10,820	10,789	10,874	11,102
장기매출채권및기타비유동채권	742	752	934	938	1,077
투자자산	104	110	133	136	155
유형자산	4,407	4,654	4,616	4,776	4,892
무형자산	646	5,211	5,031	4,931	4,881
기타비유동자산	36	93	75	94	97
자산총계	11,508	14,561	13,838	15,798	18,141
유동부채	2,230	4,609	2,929	3,366	3,722
매입채무및기타유동채무	1,043	1,255	1,830	1,584	1,751
단기차입금	0	1,900	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,188	1,454	1,098	1,782	1,970
비유동부채	741	669	1,299	1,794	2,484
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	741	669	1,299	1,794	2,484
부채총계	2,971	5,278	4,227	5,160	6,205
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	7,564	8,265	9,014	9,992	11,250
기타자본	-1,516	-1,525	-1,525	-1,525	-1,525
지배주주지분자본총계	8,167	8,860	9,608	10,586	11,845
비지배주주지분자본총계	370	423	2	52	91
자본총계	8,537	9,283	9,611	10,638	11,936
순차입금	-904	1,202	-710	-1,918	-3,124
총차입금	0	1,900	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

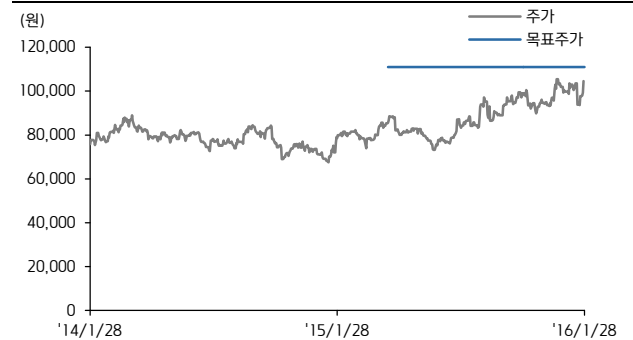
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	2,084	2,943	4,058	3,722	4,502
BPS	25,601	27,415	29,385	31,957	35,269
주당EBITDA	6,144	8,255	8,753	9,721	11,017
CFPS	4,340	7,413	7,981	8,233	8,414
DPS	1,100	1,150	1,200	1,300	1,350
주가배수(배)					
PER	35.9	24.2	24.6	28.1	23.2
PBR	2.9	2.6	3.4	3.3	3.0
EV/EBITDA	11.9	9.1	11.2	10.2	8.8
PCFR	14.9	10.4	12.2	12.5	10.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	10.0	9.7	10.0	10.5
영업이익률(핵심)	10.1	10.0	9.7	10.0	10.5
EBITDA margin	18.3	18.3	18.2	18.7	19.1
순이익률	6.7	6.9	8.5	7.4	8.0
자기자본이익률(ROE)	10.0	13.1	16.7	14.0	15.3
투자자본이익률(ROIC)	17.3	20.9	16.0	15.6	17.7
안정성(%)					
부채비율	34.8	56.9	44.0	48.5	52.0
순차입금비율	-10.6	12.9	-7.4	-18.0	-26.2
이자보상배율(배)	N/A	17.4	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	10.0	11.1	12.5	11.4
채고자산회전율	26.9	32.8	34.6	30.8	25.7
매입채무회전율	13.6	15.0	11.9	11.6	13.1

- 당사는 1월 27일 현재 '에스원' 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.

## 투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가
에스원 (012750)	2015/04/13	Buy(Initiate)	111,000원
	2015/04/24	Buy(Maintain)	111,000원
	2015/06/19	Buy(Maintain)	111,000원
	2015/06/29	Buy(Maintain)	111,000원
	2015/07/24	Buy(Maintain)	111,000원
	2015/09/08	Buy(Maintain)	111,000원
	2015/10/26	Buy(Maintain)	111,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	111,000원
	2016/01/28	Outperform(Downgrade)	111,000원

## 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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%