



BUY (Upgrade)

목표주가: 111,000원

주가(4/5): 89,200원

시가총액: 33,895억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/5)		1,962.74pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	105,500원	73,200원
등락률	-15.45%	21.86%
수익률	절대	상대
1W	0.0%	-0.4%
1M	-5.1%	-4.4%
1Y	4.2%	8.6%

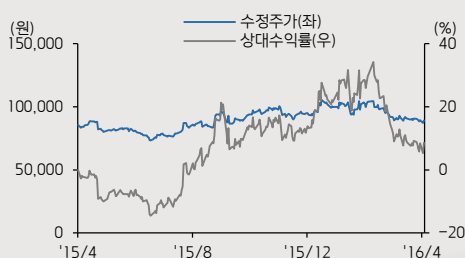
Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	74천주
외국인 지분율	48.54%
배당수익률(16E)	1.68%
BPS(16E)	32,551원
주요 주주	일본SECOM 25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인 20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	16,347	17,996	19,563	21,077
보고영업이익	1,558	1,733	1,997	2,217
핵심영업이익	1,558	1,733	1,997	2,217
EBITDA	2,972	3,207	3,618	4,000
세전이익	1,341	1,570	1,839	2,069
순이익	1,186	1,560	1,434	1,614
지배주주지분순이익	1,118	1,542	1,384	1,575
EPS(원)	2,943	4,058	3,641	4,144
증감률(%Y Y)	41.2	37.9	-10.3	13.8
PER(배)	24.2	24.6	24.5	21.5
PBR(배)	2.6	3.3	2.7	2.5
EV/EBITDA(배)	9.7	11.4	8.9	7.7
보고영업이익률(%)	9.5	9.6	10.2	10.5
핵심영업이익률(%)	9.5	9.6	10.2	10.5
ROE(%)	13.1	16.4	13.3	13.8
순부채비율(%)	12.9	-12.6	-16.5	-27.6

Price Trend



Strong BUY

에스원 (012750)

투자의견 BUY로 상향!



《Update》 동사의 1분기 매출액은 4,477억원(YoY 4.8%), 영업이익은 476억원(YoY 17.8%)으로 시장기대치에 부합할 것으로 전망됩니다. 일회성 비용이 지난 4분기에 비용으로 인식 완료됐고, 무형자산 감가상각비가 올해부터 전년대비 80억원 감소해 비용 측면에서 큰 개선세를 보일 것으로 예상됩니다. 시스템보안과 건물관리부문 모두 안정적인 성장세를 보이고 있습니다. 투자의견을 BUY로 상향하겠습니다.

>>> Point 1. 두드러지는 비용 개선 효과로 실적 개선 기대

동사의 1분기 매출액은 4,477억원(YoY 4.8%, QoQ 3.2%), 영업이익은 476억원(YoY 17.8%, QoQ 32.7%)으로 시장기대치에 부합할 것으로 전망된다. 인센티브성 인건비 등 일회성 비용이 지난 4분기에 비용으로 인식 완료됐고, 무형자산 감가상각비가 올해부터 90억원으로 전년대비 80억원 감소해 비용 측면에서 큰 개선세를 보일 것으로 예상된다. 1분기 가입자수는 소폭 약세를 보일 것으로 예상되지만, ARPU가 121천원을 유지하면서 시스템보안사업은 6.5%의 안정적인 성장을 이어갈 것으로 추정된다. 건물관리부문은 연간 10% 성장해 두 자리수 성장을 이어갈 것으로 전망된다. 상품판매부문은 삼성전자 평택 투자에 대한 수주가 시작됐으며, 볼륨은 크지만 마진은 상대적으로 낮았던 휴전선 프로젝트가 마무리 되면서 이익률은 개선될 것으로 예상된다. 순현금인 올해는 배당성향이 35% 이상 상향될 것으로 보여 주당 1,300원의 현금배당이 전망된다.

>>> Point 2. 지속적인 성장이 기대되는 건물관리부문

건물관리부문은 1분기에도 '삼성라이온즈파크' 등 그룹사 물량과 '판교 알파돔 시티' 등 비그룹사 물량을 지속적으로 수주하고 있다. '판교 알파돔 시티'는 기존 서브원이 관리하던 빌딩이었으나 삼성물산이 입주하면서 동사가 FM과 PM을 경쟁사로부터 수주했다. 현재 건물관리부문은 1) 그룹사 물량에 대한 단가협상이 순조롭게 진행 중이며, 2) PM 수주에 역량을 집중하고 있다. 기존 오피스 중심에서 주택을 비롯한 다양한 상품으로 확대되고 있으며, 계열사 사이트를 중심으로 해외 진출도 준비 중이다. 작년 서울시 상업용 부동산 평균 공실률은 10.6%를 기록했다. 상업용 부동산 시장은 공실률이 증가하고 경쟁이 치열해지면서 전문적인 관리 서비스에 대한 수요가 증가하고 있는 국면이다. 특히 남산 트윈시티 오피스텔의 경우 공실률 0%를 기록하며 주거 분야에서도 역량을 발휘하고 있다. 뉴스테이 정책의 활성화 역시 건물관리부문 성장의 기회요인이다.

>>> Point 3. 투자의견 BUY로 상향, TP 111,000원 유지

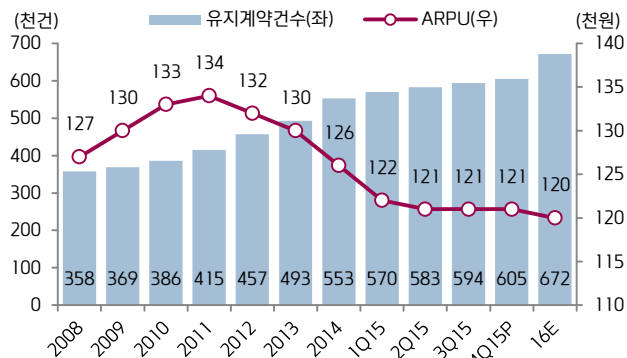
최근 동사는 SKT, 일본 SECOM 등 매각 논란에 휩싸여 있다. 하지만 보안이라는 특성상 대안없이 그룹에서 매각하기는 쉽지 않다. 설사 매각한다 해도 보안 시스템의 경우 그룹사 물량이 10% 미만으로 큰 문제가 없다. 다만 건물관리부문의 경우 90% 가까이가 그룹사 물량인 점이 부담스러운 상황이다. 하지만 건물관리부문의 경우 지속적으로 비그룹사 물량을 늘려가고 있고, SKT와 일본 SECOM과의 시너지 효과를 감안하면 매각이라는 이슈가 나쁘지만은 않다는 판단이다. 투자의견을 BUY로 상향하며 목표주가는 111,000을 유지한다.

에스원 연도 및 분기별 수익추정 (단위: 억원)

시기	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	2015E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
ARPU	122	121	121	121	121	121	120	120	120	120
yoy	-4.7%	-5.5%	-5.5%	-4.0%	-4.0%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
유지계약건수(천건)	569	583	594	605	605	617	628	640	652	652
yoy	12.5%	12.0%	11.9%	9.5%	9.5%	8.4%	7.9%	7.8%	7.7%	7.7%
매출액	4,152	4,506	4,616	4,722	17,996	4,477	4,941	4,957	5,188	19,563
보안시스템 서비스	3,403	3,700	3,862	3,689	14,654	3,691	4,028	4,077	4,101	15,898
건물관리 서비스	954	1,023	1,049	1,199	4,225	1,013	1,150	1,166	1,318	4,647
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	24	22	28	26	100	25	24	27	27	104
영업이익	394	441	501	397	1,733	439	481	518	560	1,997
영업이익률	9.5%	9.8%	10.9%	8.4%	9.6%	9.8%	9.7%	10.4%	10.8%	10.2%
법인세비용차감전순익	368	441	487	274	1,570	406	446	471	515	1,839
당기순이익	291	333	736	200	1,560	316	348	368	402	1,434
지배주주지분 당기순이익	287	320	735	200	1,542	310	329	362	383	1,384
EPS(원)					4,058					3,641
DPS(원)					1,200					1,300
배당성향					29.6%					35.7%
배당수익률					1.2%					1.5%

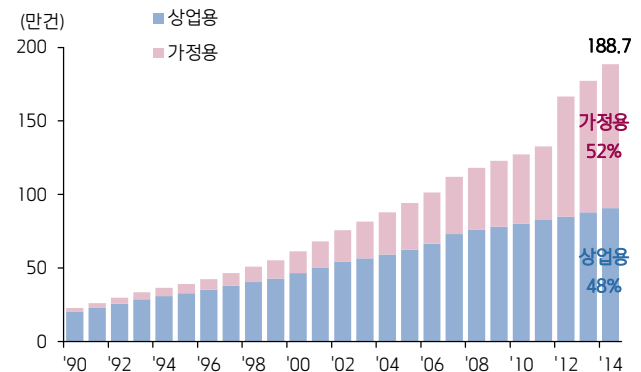
자료: 출처기재

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



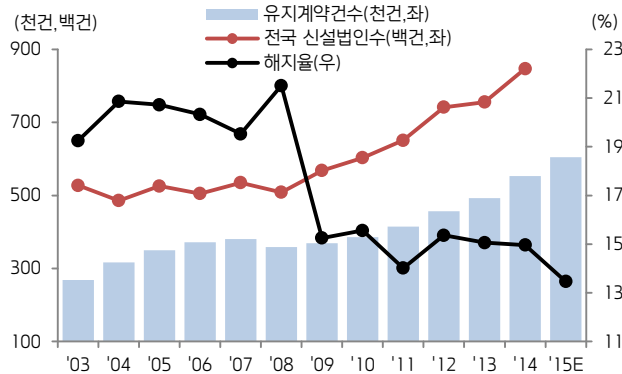
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



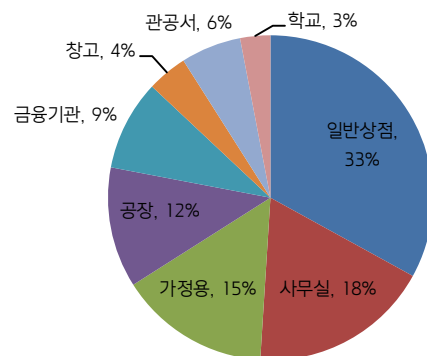
자료: 에스원, 키움증권

신설법인수와 에스원 유지계약건수 & 해지율 추이



자료: 에스원, 키움증권

시스템보안 가입자 분포



자료: 에스원, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	16,347	17,996	19,563	21,077	22,512
매출원가	11,319	12,630	13,732	14,866	15,829
매출총이익	5,028	5,366	5,831	6,211	6,683
판매비및일반관리비	3,470	3,633	3,834	3,994	4,266
영업이익(보고)	1,558	1,733	1,997	2,217	2,417
영업이익(핵심)	1,558	1,733	1,997	2,217	2,417
영업외손익	-218	-164	-158	-148	-146
이자수익	23	6	8	15	23
배당금수익	1	0	1	1	1
외환이익	24	33	33	33	33
이자비용	99	25	0	0	0
외환손실	36	26	26	26	26
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-63	-54	-146	-146	-146
금융상품평가및기타금융이익	0	0	59	59	59
기타	-67	-98	-88	-84	-90
법인세차감전이익	1,341	1,570	1,839	2,069	2,272
법인세비용	288	370	405	455	500
유효법인세율 (%)	21.5%	23.6%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,186	1,560	1,434	1,614	1,772
지배주주지분순이익(억원)	1,118	1,542	1,384	1,575	1,719
EBITDA	2,972	3,207	3,618	4,000	4,379
현금순이익(Cash Earnings)	2,600	3,034	3,056	3,397	3,734
수정당기순이익	1,236	1,602	1,503	1,682	1,840
증감율(% YoY)					
매출액	28.3	10.1	8.7	7.7	6.8
영업이익(보고)	20.7	11.2	15.2	11.0	9.0
영업이익(핵심)	20.7	11.2	15.2	11.0	9.0
EBITDA	27.3	7.9	12.8	10.6	9.5
지배주주지분 당기순이익	41.2	37.9	-10.3	13.8	9.1
EPS	41.2	37.9	-10.3	13.8	9.1
수정순이익	36.4	29.6	-6.2	11.9	9.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,817	3,179	2,636	3,691	4,034
당기순이익	1,186	1,560	1,434	1,614	1,772
감가상각비	1,413	1,474	1,621	1,783	1,962
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	2	-7	-7	-7
자산처분손익	64	57	146	146	146
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-520	52	-650	6	-36
기타	670	34	92	149	198
투자활동현금흐름	-4,546	-324	-1,605	-1,715	-1,775
투자자산의 처분	1,836	1,063	-238	-325	-381
유형자산의 처분	2	1	1	1	1
유형자산의 취득	-1,431	-1,371	-1,392	-1,400	-1,403
무형자산의 처분	-6	-18	0	0	0
기타	-4,948	0	-10	-8	-8
재무활동현금흐름	1,523	-2,297	-438	-472	-506
단기차입금의 증가	1,900	-1,900	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-380	-397	-438	-472	-506
기타	3	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-206	558	593	1,504	1,754
기초현금및현금성자산	904	698	1,256	1,849	3,353
기말현금및현금성자산	698	1,256	1,849	3,353	5,107
Gross Cash Flow	3,522	3,556	3,285	3,684	4,069
Op Free Cash Flow	680	1,462	1,137	2,119	2,408

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,740	3,555	4,925	6,683	8,785
현금및현금성자산	698	1,256	1,849	3,353	5,107
유동금융자산	604	175	257	466	710
매출채권및유동채권	1,771	1,568	2,070	2,097	2,180
재고자산	564	495	640	659	683
기타유동비금융자산	104	62	108	108	106
비유동자산	10,820	10,347	10,793	10,906	11,133
장기매출채권및기타비유동채권	752	498	721	680	777
투자자산	110	72	105	98	113
유형자산	4,654	4,699	4,912	5,081	5,204
무형자산	5,211	4,979	4,945	4,928	4,912
기타비유동자산	93	100	110	118	126
자산총계	14,561	13,902	15,718	17,588	19,918
유동부채	4,609	3,283	3,409	3,669	3,982
매입채무및기타유동채무	1,255	1,327	1,512	1,600	1,702
단기차입금	1,900	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,454	1,957	1,897	2,070	2,280
비유동부채	669	684	1,378	1,846	2,597
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	669	684	1,378	1,846	2,597
부채총계	5,278	3,968	4,787	5,516	6,580
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	8,265	9,340	10,287	11,393	12,610
기타자본	-1,525	-1,527	-1,527	-1,527	-1,527
지배주주지분자본총계	8,860	9,932	10,879	11,985	13,202
비지배주주지분자본총계	423	3	52	88	136
자본총계	9,283	9,935	10,931	12,072	13,338
순차입금	1,202	-1,256	-1,849	-3,353	-5,107
총차입금	1,900	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

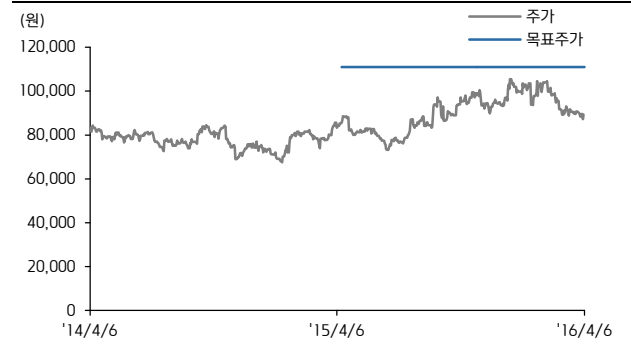
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,943	4,058	3,642	4,144	4,523
BPS	27,415	30,237	32,728	35,638	38,842
주당EBITDA	7,820	8,440	9,522	10,527	11,524
CFPS	7,413	8,366	6,938	9,714	10,617
DPS	1,150	1,200	1,300	1,400	1,500
주가배수(배)					
PER	24.2	24.6	24.5	21.5	19.7
PBR	2.6	3.3	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.7	11.4	8.9	7.7	6.6
PCFR	10.4	12.5	11.1	10.0	9.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.5	9.6	10.2	10.5	10.7
영업이익률(핵심)	9.5	9.6	10.2	10.5	10.7
EBITDA margin	18.2	17.8	18.5	19.0	19.5
순이익률	7.3	8.7	7.3	7.7	7.9
자기자본이익률(ROE)	13.1	16.4	13.3	13.8	13.6
투자자본이익률(ROIC)	19.0	20.7	25.0	26.0	28.6
안정성(%)					
부채비율	56.9	39.9	43.8	45.7	49.3
순차입금비율	12.9	-12.6	-16.9	-27.8	-38.3
이자보상배율(배)	15.7	69.9	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	10.8	10.8	10.1	10.5
재고자산회전율	31.2	34.0	34.5	32.5	33.6
매입채무회전율	14.2	13.9	13.8	13.5	13.6

- 당사는 4월 5일 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
	2016/04/06	Buy(Upgrade)	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 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%