



## BUY (Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(1/10): 90,400원

시가총액: 34,351억원

건설/부동산  
Analyst 라진성  
02) 3787-5226  
jsr@kiwoom.com

## Stock Data

| KOSPI (1/10) | 2,045.12pt |
|--------------|------------|
| 52주 주가동향     | 최고가        |
| 최고/최저가 대비    | 115,000원   |
| 등락률          | -21.39%    |
| 수익률          | 절대 상대      |
| 1W           | -3.1%      |
| 1M           | -15.1%     |
| 1Y           | -12.2%     |

## Company Data

|             |                           |
|-------------|---------------------------|
| 발행주식수       | 37,999천주                  |
| 일평균 거래량(3M) | 59천주                      |
| 외국인 지분율     | 49.87%                    |
| 배당수익률(17E)  | 1.55%                     |
| BPS(17E)    | 35,051원                   |
| 주요 주주       | 일본SECOM<br>삼성에스디아이(주) 외4인 |
|             | 25.65%<br>20.93%          |

## 투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액           | 16,347 | 17,996 | 18,281 | 19,715 |
| 보고영업이익        | 1,558  | 1,733  | 2,058  | 2,277  |
| 핵심영업이익        | 1,558  | 1,733  | 2,058  | 2,277  |
| EBITDA        | 2,972  | 3,207  | 4,521  | 4,529  |
| 세전이익          | 1,341  | 1,570  | 1,938  | 2,193  |
| 순이익           | 1,186  | 1,560  | 1,473  | 1,671  |
| 자체주주지분순이익     | 1,118  | 1,542  | 1,472  | 1,671  |
| EPS(원)        | 2,943  | 4,058  | 3,875  | 4,398  |
| 증감률(%Y Y)     | 41.2   | 37.9   | -4.5   | 13.5   |
| PER(배)        | 24.2   | 24.6   | 22.6   | 20.6   |
| PBR(배)        | 2.6    | 3.3    | 2.7    | 2.6    |
| EV/EBITDA(배)  | 9.7    | 11.4   | 7.0    | 7.1    |
| 보고영업이익률(%)    | 9.5    | 9.6    | 11.3   | 11.5   |
| 핵심영업이익률(%)    | 9.5    | 9.6    | 11.3   | 11.5   |
| ROE(%)        | 13.1   | 16.4   | 14.4   | 15.0   |
| 순부채비율(%)      | 12.9   | -12.6  | -14.2  | -19.2  |

## Price Trend

 4Q Preview

## 에스원 (012750)

## 안정적인 실적, 밸류에이션 매력도 상승



<4Q Preview> 4분기 매출액은 4,906억원(YoY 5.6%), 영업이익은 501억원(YoY 26.4%)으로 시장기대치를 하회할 것으로 전망됩니다. 하지만 상품판매부문은 5개 분기 만에 성장전환 할 것으로 예상되며, 건물관리부분도 3분기 충격에서 벗어날 것으로 전망됩니다. 올해는 실적, 배당 모두 좋습니다. 17년 기준 P/E는 20.8배로 밴드 하단에 위치해 밸류에이션도 매력적인 국면입니다. 매수 기회라는 판단입니다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. 시장기대치에는 못 미치지만 양호한 4분기 실적

동사의 4분기 매출액은 4,906억원(YoY 5.6%, QoQ 9.5%), 영업이익은 501억원(YoY 26.4%, QoQ 2.1%)으로 시장기대치를 하회할 것으로 전망된다. 수익성 강화를 위한 선별 수주에 따른 상품판매부문 부진과 계열사 건물 매각으로 3분기부터 이어진 건물관리부문 부진이 주 요인으로 파악된다. 가입자수는 연간 9% 성장할 것으로 예상되며, ARPU가 199천원을 유지하면서 시스템보안사업은 7%의 안정적인 성장을 이어갈 것으로 전망된다. 순현금인 올해는 배당성향이 30% 이상으로 주당 1,300원의 현금배당이 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 드디어 개선되는 상품판매 매출

상품판매부문은 저가 수주잔고 비중 감소와 양질의 신규 수주 증가로 올해부터는 이익개선이 본격화 될 것으로 예상된다. 삼성전자 평택 투자건 및 삼성바이오로직스 등 신규 수주가 증가하면서 4분기부터는 5개 분기 만에 성장으로 전환될 전망된다. 더불어 얼굴인식 '스피드 게이트' 등 신규 상품 개발 및 해외 진출 가능성을 감안하면 중장기적인 실적 개선이 가능할 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 관계사 물량 매각의 충격에서 벗어나는 건물관리

건물관리부문은 작년 삼성그룹이 2.1조원 규모의 국내 오피스 빌딩을 매각함에 따라 비관계사 수주를 비롯한 신규 수주의 증가세가 매각규모를 따라가지 못하고 있는 것으로 추정된다. 특히 마진이 좋은 대형 관계사 빌딩의 매각으로 이익의 하락폭이 컸다. 다만, 지속적으로 비관계사 대형 건물들을 수주하고 있고, PM부문 수주가 증가해 중장기적으로 관계사 민감도는 줄어들 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. 실적, 배당 모두 좋다! 최근 주자 조정은 매수 기회

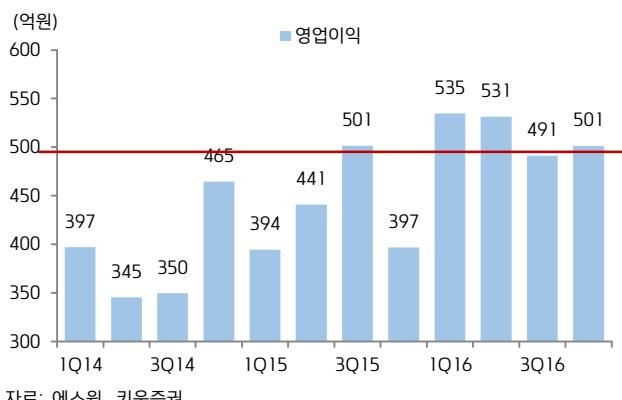
'16년은 하반기 실적이 기대치에 미치지 못했지만, 분기 영업이익의 규모가 한 단계 레벨 업 됐으며, 수익성 개선이 시작되는 첫 해였다. 향후 큰 폭의 성장은 아니지만 매년 꾸준히 안정적으로 성장하는 국면에 진입할 것으로 전망된다. 실적이 안정권에 들어서면서 growth에 대한 기대감이 감소할 수 있다. 이는 곧 주주친화 정책을 필요로 하는 시기에 구조적으로 진입했다는 것으로 판단된다. 증가세가 주춤했던 주당배당금은 작년을 기점으로 의미있는 성장이 기대된다. 현재 순현금 상태이며 보유 현금도 증가세로 재원 역시 충분하다. 17년 기준 P/E는 20.8배로 밴드 하단에 위치해 밸류에이션도 매력적인 국면이다. 매수 기회라는 판단이다.

## 에스원 연도 및 분기별 수익추정 (단위: 억원)

| 시기                        | 1Q15  | 2Q15  | 3Q15  | 4Q15  | 2015   | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16E | 2016E  |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| ARPU                      | 122   | 121   | 121   | 121   | 121    | 120   | 120   | 119   | 119   | 119    |
| 유지계약건수(천건)                | 569   | 583   | 594   | 605   | 605    | 619   | 634   | 647   | 660   | 660    |
| yoY                       | 12.5% | 12.0% | 11.9% | 9.5%  | 9.5%   | 8.8%  | 8.8%  | 9.1%  | 9.0%  | 9.0%   |
| 매출액                       | 4,152 | 4,506 | 4,616 | 4,722 | 17,996 | 4,355 | 4,539 | 4,482 | 4,906 | 18,281 |
| 보안시스템 서비스                 | 3,403 | 3,700 | 3,862 | 3,689 | 14,654 | 3,535 | 3,604 | 3,681 | 3,921 | 14,741 |
| 건물관리 서비스                  | 954   | 1,023 | 1,049 | 1,199 | 4,225  | 1,054 | 1,176 | 1,057 | 1,233 | 4,520  |
| 콜센터 서비스 및 텔레마케팅<br>(내부매출) | 24    | 22    | 28    | 26    | 100    | 25    | 23    | 29    | 28    | 105    |
| 229                       | 239   | 324   | 193   | 983   | 260    | 265   | 286   | 275   | 1,085 |        |
| 영업이익                      | 394   | 441   | 501   | 397   | 1,733  | 535   | 531   | 491   | 501   | 2,058  |
| 영업이익률                     | 9.5%  | 9.8%  | 10.9% | 8.4%  | 9.6%   | 12.3% | 11.7% | 11.0% | 10.2% | 11.3%  |
| 법인세비용차감전순이익               | 357   | 409   | 487   | 316   | 1,570  | 518   | 501   | 442   | 476   | 1,938  |
| 당기순이익                     | 291   | 333   | 736   | 200   | 1,560  | 392   | 381   | 337   | 363   | 1,473  |
| 지배주주지분 당기순이익              | 287   | 320   | 735   | 200   | 1,542  | 392   | 381   | 337   | 363   | 1,472  |
| EPS(원)                    |       |       |       |       | 4,058  |       |       |       |       | 3,875  |
| DPS(원)                    |       |       |       |       | 1,200  |       |       |       |       | 1,300  |
| 배당성향                      |       |       |       |       | 29.6%  |       |       |       |       | 33.5%  |
| 배당수익률                     |       |       |       |       | 1.2%   |       |       |       |       | 1.5%   |

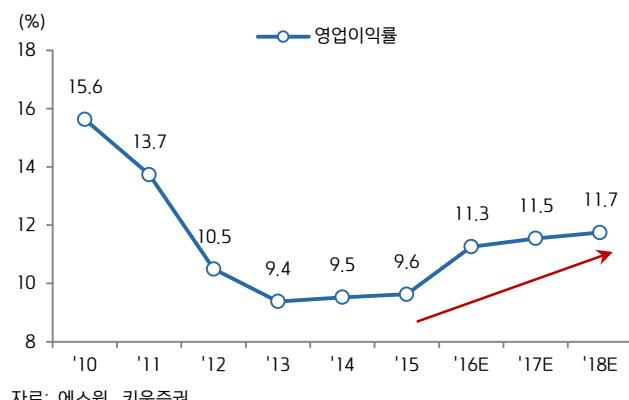
자료: 에스원, 키움증권

## 분기 영업이익의 안정적인 level up



자료: 에스원, 키움증권

## 영업이익률 추세 전환



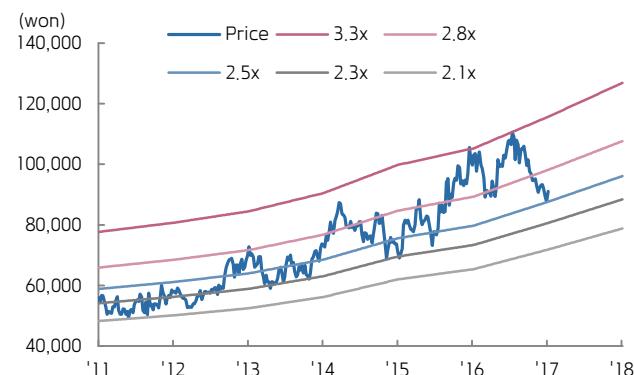
자료: 에스원, 키움증권

## 에스원 PER Band Chart



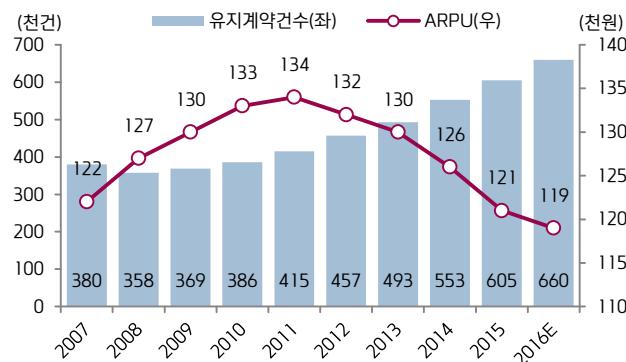
자료: 에스원, 키움증권

## 에스원 PBR Band Chart



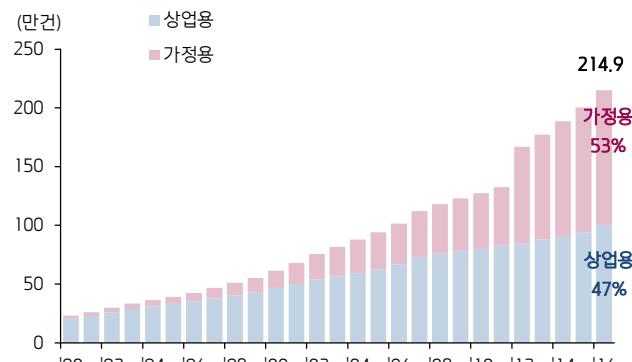
자료: 에스원, 키움증권

## 가입자당 월평균 매출(ARPU) &amp; 가입자수 추이



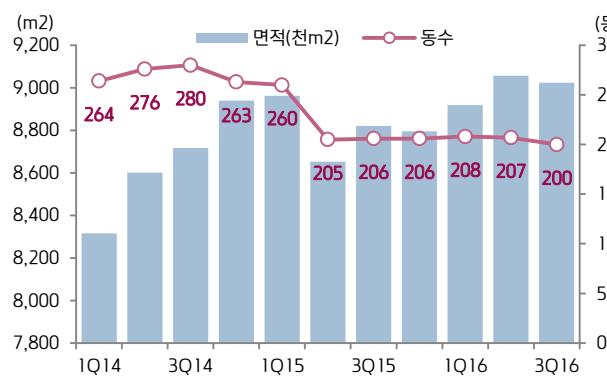
자료: 에스원, 키움증권

## 일본 SECOM 가입자수 추이



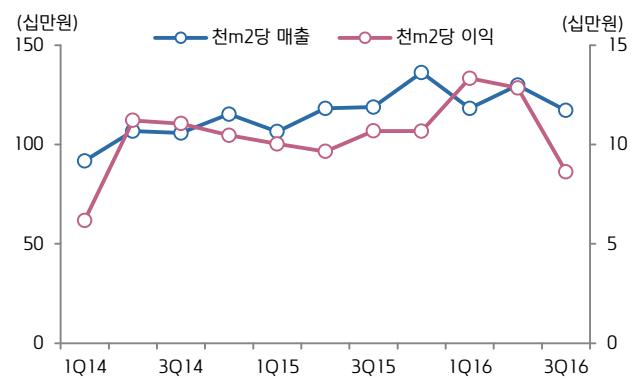
자료: 에스원, 키움증권

## 부동산관리 서비스 면적 및 동수 추이



자료: 에스원, 키움증권

## 부동산관리 서비스 면적 당 매출 및 이익 추정



주: 면적당 이익은 영업이익 기준으로 공통비 배분 감안 필요

자료: 에스원, 키움증권

## 2016년 삼성그룹 주요 부동산 거래 (단위: 억원)

| 구분 | 매도자        | 건물                    | 금액    | 합계     |
|----|------------|-----------------------|-------|--------|
| 국내 | 삼성생명       | 삼성생명 본관 (중구 태평로 2가)   | 5,717 |        |
|    | 삼성화재       | 을지로 본관 (중구 을지로 1가)    | 4,390 |        |
|    | 삼성생명       | 종로타워 (종로구 종로2가)       | 3,840 |        |
|    | 삼성SRA 자산운용 | 프라임타워 (중구 회현동)        | 1,708 |        |
|    | 삼성SRA 자산운용 | 삼성금융플라자 (강남구 삼성동)     | 1,509 |        |
|    | 삼성SDS      | 멀티캠퍼스 (강남구 역삼동)       | 1,260 | 21,987 |
|    | 삼성SRA 자산운용 | HSBC 빌딩 (중구 봉래동)      | 1,227 |        |
|    | 삼성화재       | 역삼빌딩 (강남구 역삼동)        | 986   |        |
|    | 삼성생명       | 동교동빌딩 (마포구 동교동)       | 592   |        |
|    | 삼성화재       | 합정사옥 (마포구 서교동)        | 500   |        |
| 해외 | 삼성SDS      | 성내사옥 (강동구 성내동)        | 258   |        |
|    | 삼성SRA 자산운용 | 코메르츠뱅크 타워 (독일 프랑크푸르트) | 9,000 |        |
|    | 삼성SRA 자산운용 | 소웨스트 타워 (프랑스 파리)      | 4,000 | 13,000 |

자료: 매일경제, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 16,347 | 17,996 | 18,281 | 19,715 | 21,296 |
| 매출원가                 | 11,319 | 12,630 | 12,585 | 13,693 | 14,897 |
| 매출총이익                | 5,028  | 5,366  | 5,696  | 6,022  | 6,399  |
| 판매비및일반관리비            | 3,470  | 3,633  | 3,638  | 3,746  | 3,897  |
| 영업이익(보고)             | 1,558  | 1,733  | 2,058  | 2,277  | 2,502  |
| 영업이익(핵심)             | 1,558  | 1,733  | 2,058  | 2,277  | 2,502  |
| 영업외손익                | -218   | -164   | -121   | -84    | -88    |
| 이자수익                 | 23     | 6      | 9      | 14     | 20     |
| 배당금수익                | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 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    | -24    | -24    | -24    |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0      | 0      | 16     | 17     | 17     |
| 기타                   | -67    | -98    | -130   | -98    | -109   |
| 법인세차감전이익             | 1,341  | 1,570  | 1,938  | 2,193  | 2,413  |
| 법인세비용                | 288    | 370    | 465    | 521    | 574    |
| 유효법인세율 (%)           | 21.5%  | 23.6%  | 24.0%  | 23.8%  | 23.8%  |
| 당기순이익                | 1,186  | 1,560  | 1,473  | 1,671  | 1,839  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 1,118  | 1,542  | 1,472  | 1,671  | 1,839  |
| EBITDA               | 2,972  | 3,207  | 4,521  | 4,529  | 4,879  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 2,600  | 3,034  | 3,935  | 3,924  | 4,217  |
| 수정당기순이익              | 1,236  | 1,602  | 1,479  | 1,677  | 1,845  |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | 28.3   | 10.1   | 1.6    | 7.8    | 8.0    |
| 영업이익(보고)             | 20.7   | 11.2   | 18.8   | 10.6   | 9.9    |
| 영업이익(핵심)             | 20.7   | 11.2   | 18.8   | 10.6   | 9.9    |
| EBITDA               | 27.3   | 7.9    | 41.0   | 0.2    | 7.7    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 41.2   | 37.9   | -4.5   | 13.5   | 10.1   |
| EPS                  | 41.2   | 37.9   | -4.5   | 13.5   | 10.1   |
| 수정순이익                | 36.4   | 29.6   | -7.7   | 13.4   | 10.0   |

## 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름          | 2,817  | 3,179  | 3,158  | 3,006  | 3,359  |
| 당기순이익             | 1,186  | 1,560  | 1,473  | 1,671  | 1,839  |
| 감가상각비             | 1,413  | 1,474  | 2,463  | 2,253  | 2,377  |
| 무형자산상각비           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 외환손익              | 2      | 2      | -8     | -7     | -7     |
| 자산처분손익            | 64     | 57     | 36     | 24     | 24     |
| 지분법손익             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 영업활동자산부채 증감       | -520   | 52     | -153   | -546   | -400   |
| 기타                | 670    | 34     | -653   | -389   | -474   |
| 투자활동현금흐름          | -4,546 | -324   | -2,068 | -1,772 | -1,900 |
| 투자자산의 처분          | 1,836  | 1,063  | -704   | -439   | -562   |
| 유형자산의 처분          | 2      | 1      | 2      | 1      | 1      |
| 유형자산의 취득          | -1,431 | -1,371 | -1,364 | -1,374 | -1,377 |
| 무형자산의 처분          | -6     | -18    | 0      | 0      | 0      |
| 기타                | -4,948 | 0      | -1     | -8     | -9     |
| 재무활동현금흐름          | 1,523  | -2,297 | -849   | -472   | -523   |
| 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   | -844   | -472   | -523   |
| 기타                | 3      | 0      | -5     | 0      | 0      |
| 현금및현금성자산의순증가      | -206   | 558    | 240    | 761    | 937    |
| 기초현금및현금성자산        | 904    | 698    | 1,256  | 1,495  | 2,257  |
| 기말현금및현금성자산        | 698    | 1,256  | 1,495  | 2,257  | 3,193  |
| Gross Cash Flow   | 3,522  | 3,556  | 4,045  | 4,230  | 4,506  |
| Op Free Cash Flow | 680    | 1,462  | 2,511  | 2,068  | 2,507  |

## 재무상태표

(단위: 억원)

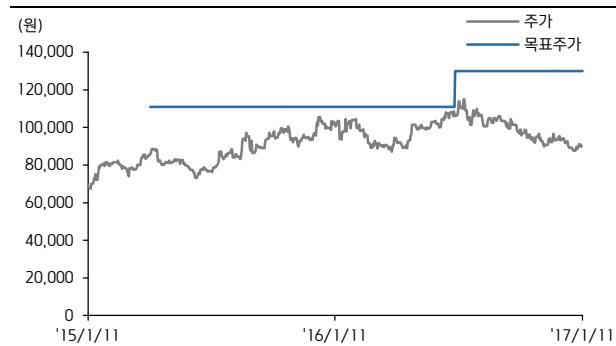
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산            | 3,740  | 3,555  | 4,152  | 5,333  | 6,928  |
| 현금및현금성자산        | 698    | 1,256  | 1,495  | 2,257  | 3,193  |
| 유동금융자산          | 604    | 175    | 874    | 1,320  | 1,867  |
| 매출채권및유동채권       | 1,771  | 1,568  | 1,207  | 1,151  | 1,265  |
| 재고자산            | 564    | 495    | 420    | 426    | 452    |
| 기타유동비금융자산       | 104    | 62     | 156    | 180    | 150    |
| 비유동자산           | 10,820 | 10,347 | 10,462 | 10,416 | 10,498 |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 752    | 498    | 673    | 636    | 735    |
| 투자자산            | 110    | 72     | 98     | 92     | 107    |
| 유형자산            | 4,654  | 4,699  | 4,754  | 4,793  | 4,799  |
| 무형자산            | 5,211  | 4,979  | 4,834  | 4,785  | 4,738  |
| 기타비유동자산         | 93     | 100    | 103    | 110    | 119    |
| 자산총계            | 14,561 | 13,902 | 14,614 | 15,749 | 17,426 |
| 유동부채            | 4,609  | 3,283  | 2,755  | 2,629  | 2,888  |
| 매입채무및기타유동채무     | 1,255  | 1,327  | 1,897  | 1,633  | 1,811  |
| 단기차입금           | 1,900  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 유동성장기차입금        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타유동부채          | 1,454  | 1,957  | 858    | 996    | 1,077  |
| 비유동부채           | 669    | 684    | 1,296  | 1,358  | 1,460  |
| 장기매입채무및비유동채무    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 사채및장기차입금        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채         | 669    | 684    | 1,296  | 1,358  | 1,460  |
| 부채총계            | 5,278  | 3,968  | 4,052  | 3,987  | 4,348  |
| 자본금             | 190    | 190    | 190    | 190    | 190    |
| 주식발행초과금         | 1,929  | 1,929  | 1,929  | 1,929  | 1,929  |
| 이익잉여금           | 8,265  | 9,340  | 9,968  | 11,168 | 12,484 |
| 기타자본            | -1,525 | -1,527 | -1,525 | -1,525 | -1,525 |
| 지배주주지분자본총계      | 8,860  | 9,932  | 10,562 | 11,762 | 13,078 |
| 비지배주주지분자본총계     | 423    | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계            | 9,283  | 9,935  | 10,562 | 11,762 | 13,078 |
| 순차입금            | 1,202  | -1,256 | -1,495 | -2,257 | -3,193 |
| 총차입금            | 1,900  | 0      | 0      | 0      | 0      |

- 당사는 1월 10일 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.

### 투자의견 변동내역

| 종목명             | 일자         | 투자의견                  | 목표주가     |
|-----------------|------------|-----------------------|----------|
| 에스원<br>(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 |
|                 | 2016/04/12 | Buy(Maintain)         | 111,000원 |
|                 | 2016/04/29 | Buy(Maintain)         | 111,000원 |
|                 | 2016/07/07 | Buy(Maintain)         | 130,000원 |
|                 | 2016/07/22 | Buy(Maintain)         | 130,000원 |
|                 | 2016/10/21 | Buy(Maintain)         | 130,000원 |
|                 | 2017/01/11 | Buy(Maintain)         | 130,000원 |

### 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 (2016/01/01~2016/12/31)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 175 | 95.15% |
| 중립   | 7   | 3.85%  |
| 매도   | 0   | 0.00%  |