



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	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	115,000원	87,200원
등락률	-21.39%	3.67%
수익률	절대	상대
1W	-3.1%	-4.1%
1M	-15.1%	-18.5%
1Y	-12.2%	-17.7%

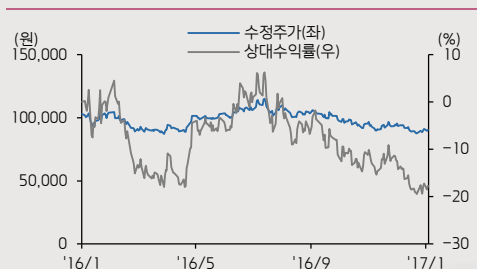
Company Data

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



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, 건물관리부문도 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.

>>> 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.

>>> 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 전망이다. 더불어 얼굴인식 '스피드 게이트' 등 신규 상품 개발 및 해외 진출 가능성을 감안하면 중장기적인 실적 개선이 가능할 것으로 기대된다.

>>> 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 줄어든 것으로 전망된다.

>>> Point 3. 실적, 배당 모두 좋다! 최근 주자 조정은 매수 기회

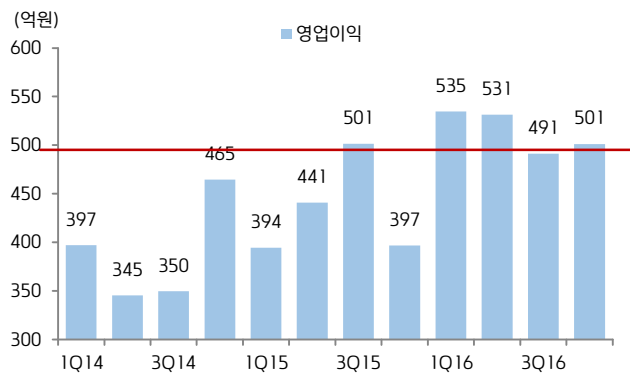
'16년은 하반기 실적이 기대치에 미치지 못했지만, 분기 영업이익의 규모가 한 단계 레벨 업 됐으며, 수익성 개선이 시작되는 첫 해였다. 향후 큰 폭의 성장은 아니지만 매년 꾸준히 안정적으로 성장하는 국면에 진입할 것으로 전망된다. 실적이 안정권에 들어서면서 growth에 대한 기대감이 감소할 수 있다. 이는 곧 주주친화 정책을 필요로 하는 시기에 구조적으로 진입했다는 것으로 판단된다. 증가세가 주춤했던 주당배당금은 작년을 기점으로 의미있는 성장이 기대된다. 현재 순현금 상태이며 보유 현금도 증가세로 재원 역시 충분하다. 17년 기준 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	24	22	28	26	100	25	23	29	28	105
(내부매출)	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%
법인세비용차감전순익	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%

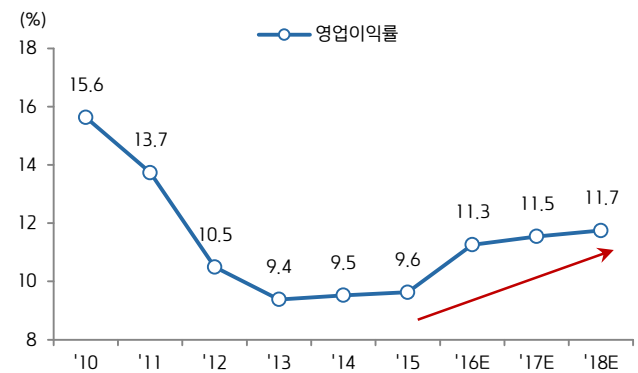
자료: 에스원, 키움증권

분기 영업이익의 안정적인 level up



자료: 에스원, 키움증권

영업이익률 추세 전환



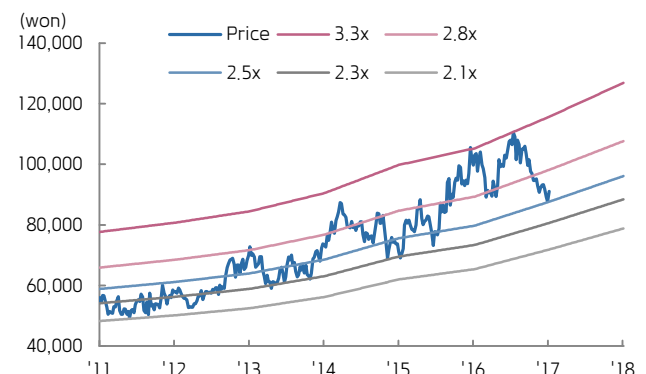
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



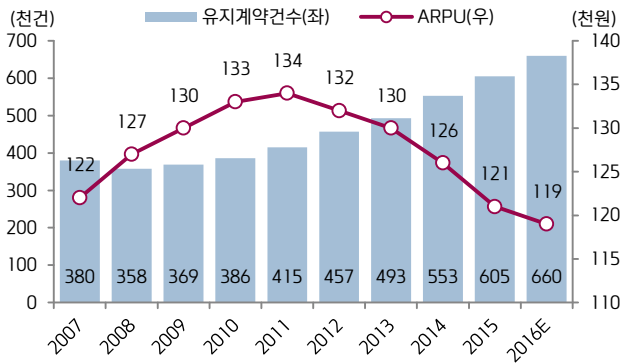
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



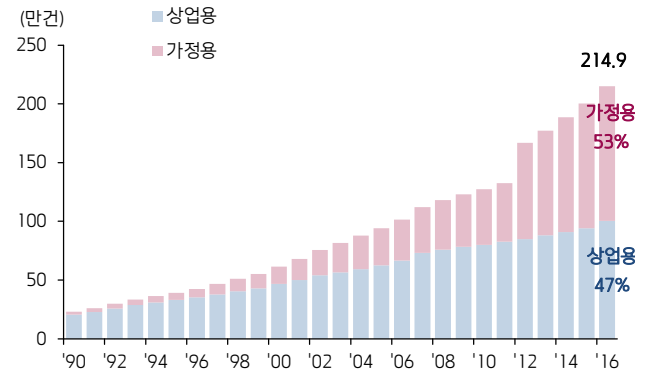
자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



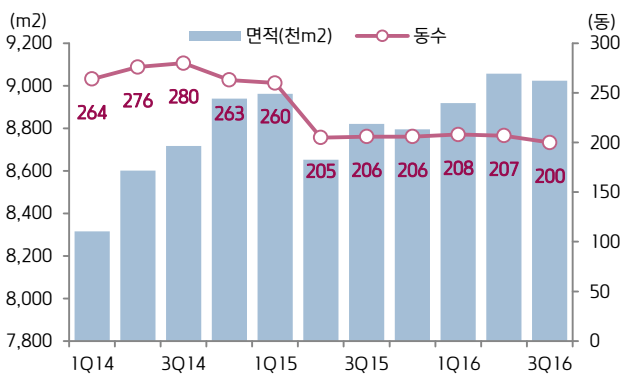
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



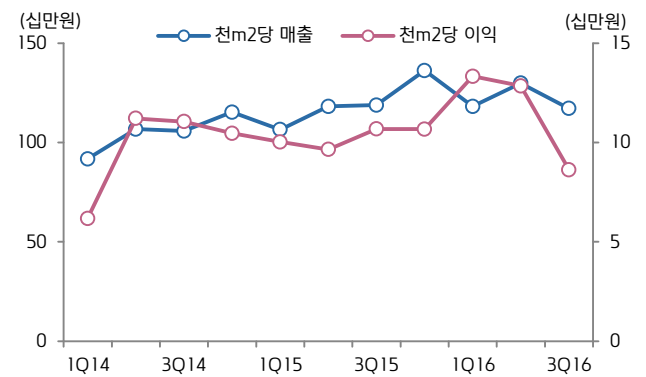
자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 및 동수 추이



자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 당 매출 및 이익 추정



주: 면적당 이익은 영업이익의 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	21,987
	삼성화재	을지로 본관 (중구 을지로 1가)	4,390	
	삼성생명	종로타워 (종로구 종로2가)	3,840	
	삼성 SRA 자산운용	프라임타워 (중구 회현동)	1,708	
	삼성 SRA 자산운용	삼성금융플라자 (강남구 삼성동)	1,509	
	삼성 SDS	멀티캠퍼스 (강남구 역삼동)	1,260	
	삼성 SRA 자산운용	HSBC 빌딩 (중구 봉래동)	1,227	
	삼성화재	역삼빌딩 (강남구 역삼동)	986	
	삼성생명	동교동빌딩 (마포구 동교동)	592	
	삼성화재	합정사옥 (마포구 서교동)	500	
	삼성 SDS	성내사옥 (강동구 성내동)	258	
구분	매수자	건물	금액	합계
해외	삼성 SRA 자산운용	코메르츠방크 타워 (독일 프랑크푸르트)	9,000	13,000
	삼성 SRA 자산운용	소웨스트 타워 (프랑스 파리)	4,000	

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

투자지표

(단위: 원, 배, %)

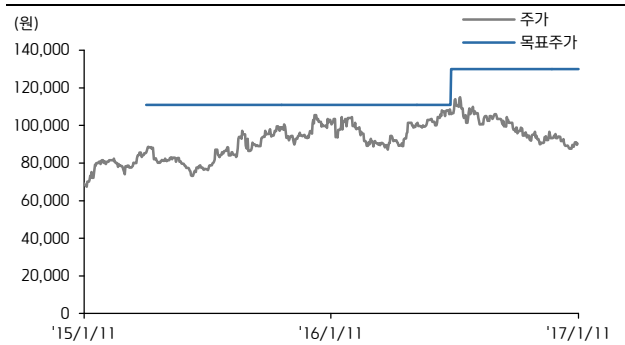
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,943	4,058	3,875	4,398	4,841
BPS	27,415	30,237	31,895	35,051	38,516
주당EBITDA	7,820	8,440	11,898	11,920	12,839
CFPS	7,413	8,366	8,310	7,910	8,841
DPS	1,150	1,200	1,300	1,400	1,550
주가배수(배)					
PER	24.2	24.6	22.6	20.6	18.7
PBR	2.6	3.3	2.7	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.7	11.4	7.0	7.1	6.4
PCFR	10.4	12.5	8.5	8.8	8.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.5	9.6	11.3	11.5	11.7
영업이익률(핵심)	9.5	9.6	11.3	11.5	11.7
EBITDA margin	18.2	17.8	24.7	23.0	22.9
순이익률	7.3	8.7	8.1	8.5	8.6
자기자본이익률(ROE)	13.1	16.4	14.4	15.0	14.8
투자자본이익률(ROIC)	19.0	20.7	20.8	18.6	20.5
안정성(%)					
부채비율	56.9	39.9	38.4	33.9	33.2
순차입금비율	12.9	-12.6	-14.2	-19.2	-24.4
이자보상배율(배)	15.7	69.9	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	10.8	13.2	16.7	17.6
재고자산회전율	31.2	34.0	40.0	46.7	48.5
매입채무회전율	14.2	13.9	11.3	11.2	12.4

- 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.

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
	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



투자 의견 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%