



## BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(4/20): 94,300원

시가총액: 35,833억원

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

## Stock Data

KOSPI (4/20)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	115,000원	82,300원
등락률	-18.00%	14.58%
수익률	절대	상대
1W	9.8%	10.2%
1M	-4.1%	-8.9%
1Y	5.8%	-1.2%

## Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	66천주
외국인 지분율	48.94%
배당수익률(17E)	1.43%
BPS(17E)	36,065원
주요 주주	일본SECOM 삼성에스디아이(주) 외4인
	25.65% 20.93%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	17,996	18,302	19,668	21,136
보고영업이익	1,726	2,057	2,268	2,498
핵심영업이익	1,726	2,057	2,268	2,498
EBITDA	3,199	3,506	3,609	3,872
세전이익	1,562	1,862	2,114	2,361
순이익	1,554	1,405	1,605	1,787
자배주주지분순이익	1,536	1,405	1,605	1,787
EPS(원)	4,043	3,698	4,225	4,702
증감률(%Y Y)	37.4	-8.5	14.2	11.3
PER(배)	24.7	23.7	22.3	20.1
PBR(배)	3.3	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA(배)	11.4	9.1	9.3	8.5
보고영업이익률(%)	9.6	11.2	11.5	11.8
핵심영업이익률(%)	9.6	11.2	11.5	11.8
ROE(%)	16.5	13.5	13.9	14.0
순부채비율(%)	-12.8	-13.1	-17.9	-21.0

## Price Trend



## ☑ 1Q 실적 Review

## 에스원 (012750)

## 분기 사상 최대 실적!



〈장 중 실적발표〉 1분기 매출액 4,696억원(YoY +7.8%), 영업이익 582억원(YoY +8.9%)으로 시장기대치에 부합했습니다. 시스템보안부문의 견조한 성장세가 유지되고 있고, 건물관리부문은 성공적인 재계약과 비관계사 수주 확대로 매출과 이익 모두 회복되었습니다. 동사는 올해 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망됩니다. 최근 주가 상승에도 벨류에이션 부담이 적어 추가 상승여력을 충분하다는 판단입니다.

## &gt;&gt; Point 1. 분기 사상 최대 실적!

동사의 1분기 매출액은 4,696억원(YoY +7.8%, QoQ -4.7%), 영업이익은 582억원(YoY +8.9%, QoQ +16.5%)으로 시장기대치에 부합했다. 분기 사상 최대 영업이익을 달성했다. 1) 유지계약건수가 작년 말 대비 2.5% 증가한 67.5만건을 기록했고, 2) 부진했던 상품판매부문은 수익기반의 선별적 수주물량들의 매출 비중 증가로 성장과 이익 개선이 본격화되면서 시스템보안부문의 견조한 성장세가 유지되고 있다. 건물관리부문은 작년 관계사 부동산 매각으로 매출과 이익이 부진했지만, 1) 성공적인 재계약에 따른 단가 인상과 2) 공격적인 영업활동에 따른 비관계사 수주 확대로 매출과 이익 모두 회복되었다.

## &gt;&gt; Point 2. 전 사업부문의 호조세 지속 전망

시스템보안 신규계약건수는 39,516건으로 전년 대비 24% 증가했으며, 순증계약건수는 16,493건으로 전년 대비 19% 증가한 반면, 해약건수가 23,023건으로 전년 대비 27.8% 증가해 해지율이 소폭 상승했다. ARPU는 작년 말 11.9만 원에서 11.6만원으로 큰 폭의 하락을 보인 점은 아쉽지만, 추가적인 하락은 크기 않을 것으로 예상된다. 상품판매부문은 관계사 CAPEX 투자확대와 얼굴인식 출입관리시스템 및 가구용 방범상품과 같은 신규 상품 판매 확대 등으로 이익 개선세를 이어갈 전망이다.

## &gt;&gt; Point 3. 성장에 대한 의구심 해소와 함께 실적 개선 지속

동사는 올해 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망된다. 건물관리부문의 비관계사 수주 확대를 위한 공격적인 영업 강화와 동남아 국가 대상 글로벌 사업으로 해외거점 추가 확보를 통해 성장에 대한 돌파구를 찾을 것으로 전망된다. 최근 주가 상승에도 불구하고 12개월 Forward 기준 P/E는 21.5배로 추가적인 상승여력을 충분하다 판단이다.

## 에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	1Q16	4Q16	1Q17E		당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스
매출액	4,355	4,926	4,696	7.8%	-4.7%	4,577	2.6%	4,648
GPM	31.2%	28.5%	30.9%	-0.3%p	2.4%p	30.9%	0.0%p	30.9%p
영업이익	535	500	582	8.9%	16.5%	542	7.5%	566
OPM	12.3%	10.1%	12.4%	0.1%p	2.3%p	11.8%	0.6%p	12.2%
세전이익	518	400	543	4.8%	35.6%	499	8.9%	509
순이익	392	296	401	2.4%	35.5%	389	3.1%	397

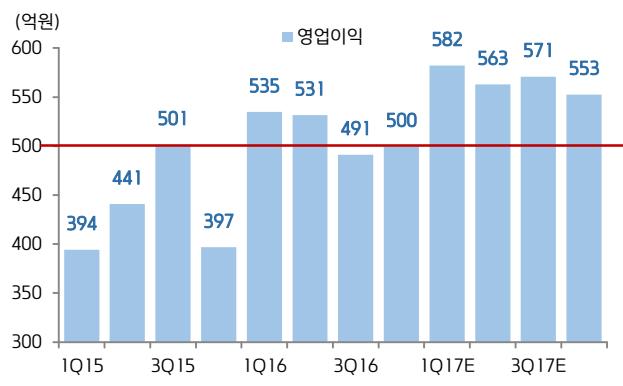
자료: 에스원, 키움증권

## 에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017E	2018E
ARPU	120	120	119	119	119	116	116	116	116	116	115
유지계약건수(천건)	619	634	647	659	659	675	688	700	712	712	712
yoY	8.8%	8.8%	9.1%	8.8%	8.8%	9.0%	8.6%	8.1%	8.1%	8.1%	7.0%
총매출액	4,355	4,539	4,482	4,926	18,302	4,696	4,814	4,873	5,285	19,668	21,136
보안시스템 서비스	3,535	3,604	3,681	4,053	14,874	3,830	3,892	3,987	4,222	15,931	16,992
건물관리 서비스	1,054	1,176	1,057	1,154	4,441	1,157	1,188	1,210	1,286	4,841	5,325
콜센터 서비스 및 텔레마케팅 (내부매출)	25	23	29	25	102	25	23	30	26	104	107
260	265	286	305	1,116	316	291	354	249	1,209	1,289	
매출원가	2,997	3,156	3,134	3,520	12,808	3,245	3,253	3,305	3,835	13,638	14,613
원가율	68.5%	69.2%	69.6%	71.1%	69.6%	68.7%	67.2%	67.5%	72.2%	69.0%	68.8%
영업이익	535	531	491	500	2,057	582	563	571	553	2,268	2,498
영업이익률	12.3%	11.7%	11.0%	10.1%	11.2%	12.4%	11.7%	11.7%	10.5%	11.5%	11.8%
법인세비용차감전순이익	518	501	442	400	1,862	543	522	539	510	2,114	2,361
당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	396	432	377	1,605	1,787
지배주주지분 당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	396	432	377	1,605	1,787
EPS(원)					3,698					4,225	4,702
DPS(원)					1,250					1,350	1,450
배당성향					33.8%					32.0%	30.8%
배당수익률					7.4%					7.4%	7.5%

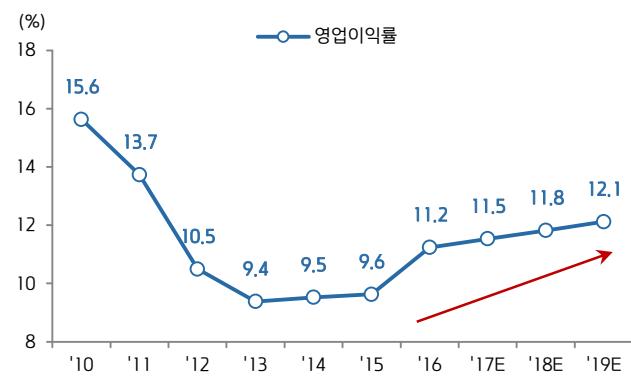
자료: 에스원, 키움증권

## 분기 영업이익의 안정적인 level up



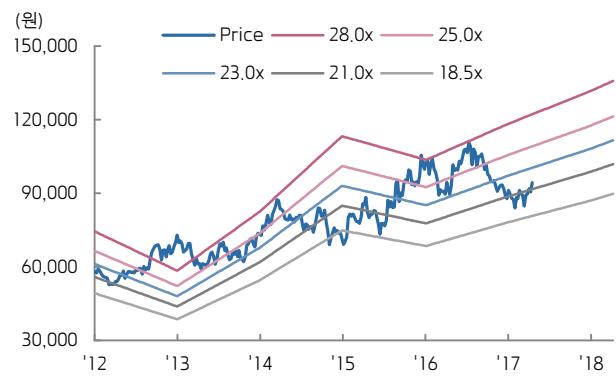
자료: 에스원, 키움증권

## 영업이익률 추세 전환



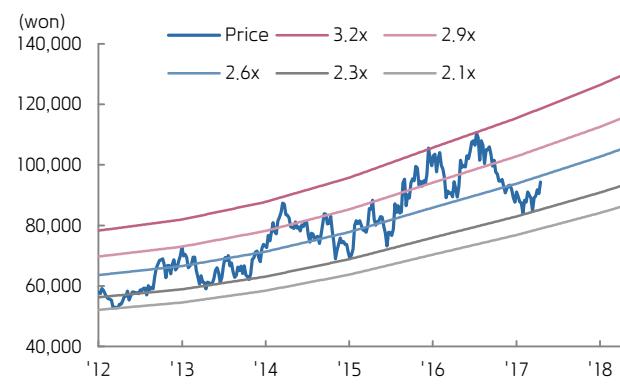
자료: 에스원, 키움증권

## 에스원 PER Band Chart



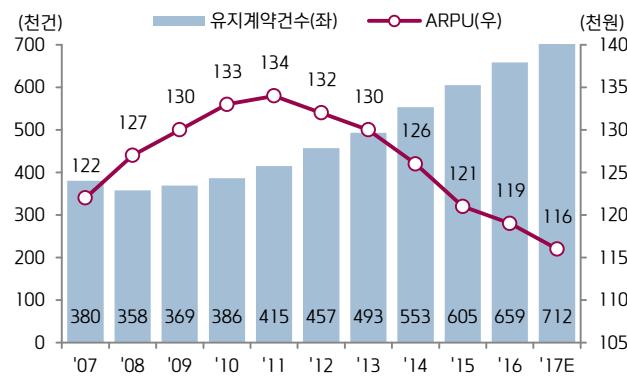
자료: 에스원, 키움증권

## 에스원 PBR Band Chart



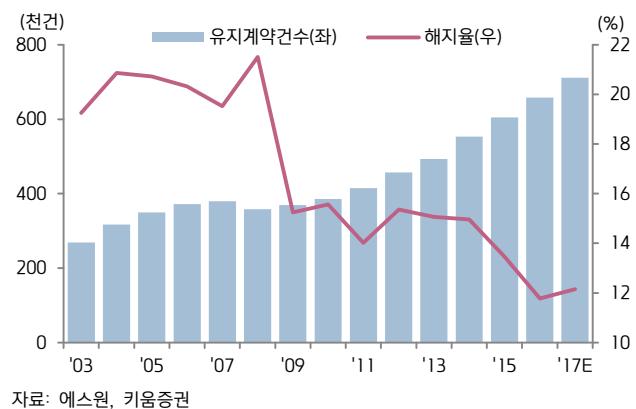
자료: 에스원, 키움증권

## 가입자당 월평균 매출(ARPU) &amp; 가입자수 추이

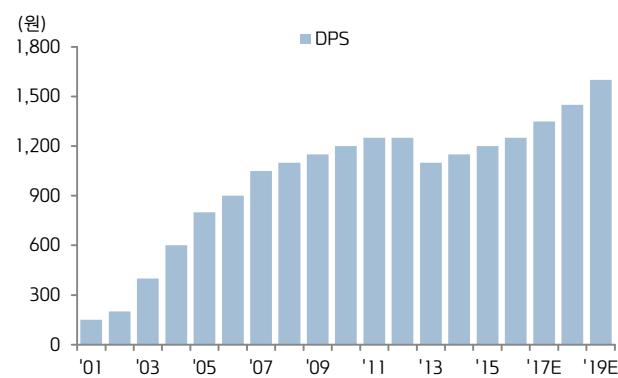


자료: 에스원, 키움증권

## 가입자수 및 해지율 추이

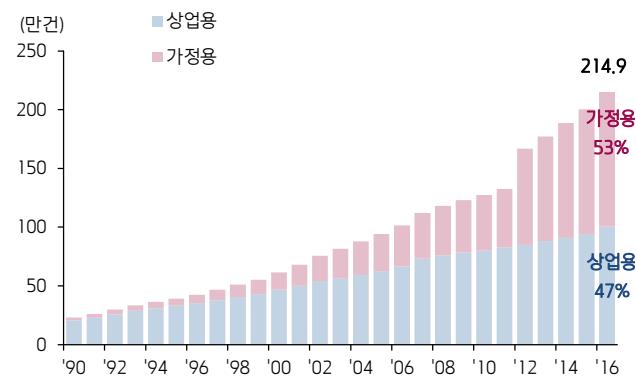


## 주당배당금 추이



자료: 에스원, 키움증권

## 일본 SECOM 가입자수 추이



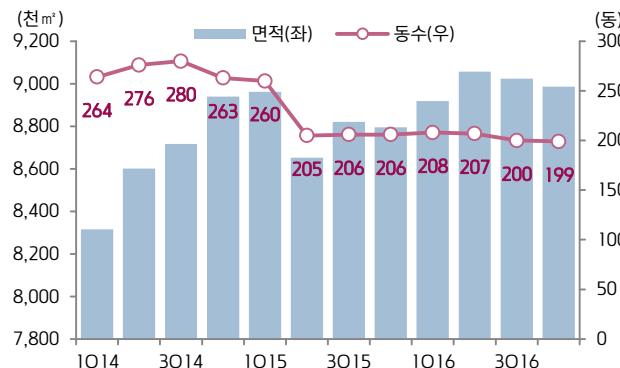
자료: 에스원, 키움증권

## 에스원 2017년 상품판매부문 주요 매출 및 수주 현황

구분	분기	내용
매출	1분기	삼성디스플레이 베트남, 삼성전자 평택반도체, 삼성디스플레이 천진, 삼성전자 화성 삼성중공업 거제, 신세계 고양삼송 복합몰, 싱가폴 S-LNG, 이라크 Zubair, 포항공대 등
수주	1분기	삼성디스플레이 베트남, 삼성전자 평택반도체, 삼성바이오로직스, 삼성디스플레이 아산 안전환경, e 편한세상 CCTV, 아모레퍼시픽 출입통제 시스템 등

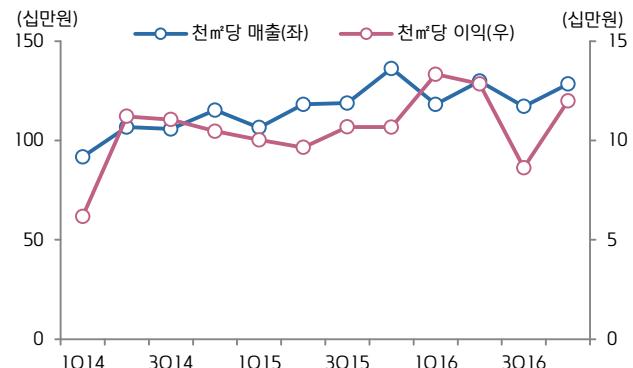
자료: 에스원, 키움증권

## 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

## 부동산관리 서비스(Property &amp; Facility Management) 현황

구분	오피스	연수소	연구소	공장	후생/요양	기타	합계
동수	131	11	15	7	5	30	199
면적(천 m²)	3,602	329	2,039	1,154	445	1,418	8,987

자료: 에스원(2016년 12월 말 기준), 키움증권

## 에스원 2017년 건물관리부문 주요 수주 현황

구분	분기	내용
건물관리 부문	1분기	신한은행, 판교 알파리움, 대구 창조경제단지, 부영 을지로사옥, 송도 파라다이스 시티, EBS사옥 등 한국은행 리모델링 기술컨설팅, 삼성전자 영역 FM 컨설팅
에너지 부문	1분기	매출 삼성생명 BEMS, 일진글로벌 ESS, 삼성증공업 거제 LED 등 수주 센터플레이스 ESS, 삼성전자 디지털센터, 소재단지 LED 등

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,996	18,302	19,668	21,136	22,771
매출원가	12,634	12,808	13,638	14,613	15,693
매출총이익	5,362	5,493	6,029	6,523	7,078
판매비및일반관리비	3,636	3,437	3,761	4,025	4,318
영업이익(보고)	1,726	2,057	2,268	2,498	2,760
영업이익(핵심)	1,726	2,057	2,268	2,498	2,760
영업외손익	-164	-195	-154	-137	-123
이자수익	6	18	27	35	43
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	33	37	35	36	36
이자비용	25	0	0	0	0
외환손실	26	37	32	34	33
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-54	-15	-20	-18	-19
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-98	-198	-166	-157	-151
법인세차감전이익	1,562	1,862	2,114	2,361	2,637
법인세비용	368	456	509	574	638
유효법인세율 (%)	23.6%	24.5%	24.1%	24.3%	24.2%
당기순이익	1,554	1,405	1,605	1,787	1,998
지배주주지분순이익(억원)	1,536	1,405	1,605	1,787	1,998
EBITDA	3,199	3,506	3,609	3,872	4,170
현금순이익(Cash Earnings)	3,028	2,855	2,946	3,160	3,409
수정당기순이익	1,596	1,417	1,620	1,800	2,012
증감율(% YoY)					
매출액	10.1	1.7	7.5	7.5	7.7
영업이익(보고)	10.7	19.2	10.3	10.1	10.5
영업이익(핵심)	10.7	19.2	10.3	10.1	10.5
EBITDA	7.7	9.6	2.9	7.3	7.7
지배주주지분 당기순이익	37.4	-8.5	14.2	11.3	11.9
EPS	37.4	-8.5	14.2	11.3	11.9
수정순이익	29.1	-11.2	14.3	11.1	11.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,179	2,732	3,020	2,910	2,893
당기순이익	1,554	1,405	1,605	1,787	1,998
감가상각비	1,474	1,449	1,341	1,374	1,410
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	2	-4	-2	-3
자산처분손익	57	15	20	18	19
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	60	-480	-55	-525	-250
기타	33	339	113	258	-282
투자활동현금흐름	-324	-2,135	-1,829	-1,778	-1,697
투자자산의 처분	1,063	-799	-506	-444	-499
유형자산의 처분	1	2	1	1	1
유형자산의 취득	-1,371	-1,336	-1,335	-1,333	-1,332
무형자산의 처분	-18	-2	0	0	0
기타	0	-0	-4	-16	-14
재무활동현금흐름	-2,297	-410	-456	-490	-541
단기차입금의 증가	-1,900	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-397	-406	-456	-490	-541
기타	0	-5	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	558	185	734	642	655
기초현금및현금성자산	698	1,256	1,441	2,175	2,817
기말현금및현금성자산	1,256	1,441	2,175	2,817	3,472
Gross Cash Flow	3,549	3,932	3,744	4,190	3,982
Op Free Cash Flow	1,464	1,184	1,673	1,406	1,920

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,555	4,349	5,640	6,937	8,137
현금및현금성자산	1,256	1,441	2,175	2,817	3,472
유동금융자산	175	983	1,484	1,922	2,369
매출채권및유동채권	1,568	1,504	1,432	1,632	1,707
재고자산	495	358	403	465	470
기타유동비금융자산	62	63	146	101	119
비유동자산	10,389	10,255	10,540	10,820	11,196
장기매출채권및기타비유동채권	498	488	534	569	797
투자자산	72	73	78	84	137
유형자산	4,699	4,749	4,994	5,232	5,460
무형자산	4,979	4,786	4,771	4,756	4,609
기타비유동자산	142	158	163	179	193
자산총계	13,944	14,604	16,181	17,757	19,332
유동부채	3,283	2,880	3,382	3,512	3,807
매입채무및기타유동채무	1,327	1,200	1,410	1,483	1,572
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,957	1,680	1,972	2,030	2,235
비유동부채	858	724	650	800	623
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	858	724	650	800	623
부채총계	4,141	3,604	4,033	4,313	4,430
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	9,209	10,404	11,553	12,849	14,307
기타자본	-1,527	-1,524	-1,524	-1,524	-1,524
지배주주지분자본총계	9,801	10,999	12,148	13,445	14,902
비지배주주지분자본총계	3	0	0	0	0
자본총계	9,804	10,999	12,148	13,445	14,902
순차입금	-1,256	-1,441	-2,175	-2,817	-3,472
총차입금	0	0	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

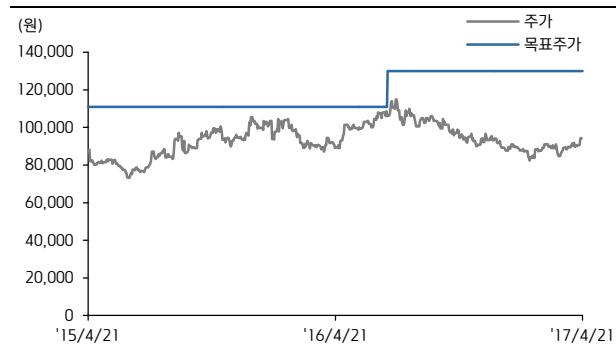
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,043	3,698	4,225	4,702	5,259
BPS	29,891	33,045	36,069	39,480	43,315
주당EBITDA	8,420	9,227	9,498	10,189	10,973
CFPS	8,366	7,189	7,948	7,657	7,613
DPS	1,200	1,250	1,350	1,450	1,600
주가배수(배)					
PER	24.7	23.7	22.3	20.1	17.9
PBR	3.3	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.4	9.1	9.3	8.5	7.8
PCFR	12.5	11.7	12.2	11.3	10.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	11.2	11.5	11.8	12.1
영업이익률(핵심)	9.6	11.2	11.5	11.8	12.1
EBITDA margin	17.8	19.2	18.3	18.3	18.3
순이익률	8.6	7.7	8.2	8.5	8.8
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.5	13.9	14.0	14.1
투하자본이익률(ROIC)	20.6	27.0	30.2	32.7	34.8
안정성(%)					
부채비율	42.2	32.8	33.2	32.1	29.7
순차입금비율	-12.8	-13.1	-17.9	-21.0	-23.3
이자보상배율(배)	69.6	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	11.9	13.4	13.8	13.6
재고자산회전율	34.0	42.9	51.7	48.7	48.7
매입채무회전율	13.9	14.5	15.1	14.6	14.9

- 당사는 4월 20일 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 (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
	2017/01/26	Buy(Maintain)	130,000원
	2017/03/21	Buy(Maintain)	130,000원
	2017/04/21	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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%