



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(7/31): 92,200원

시가총액: 35,035억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/31)		2,402.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	110,000원	82,300원
등락률	-16.18%	12.03%
수익률	절대	상대
1W	-4.9%	-5.4%
1M	9.6%	-5.7%
1Y	-9.2%	-23.8%

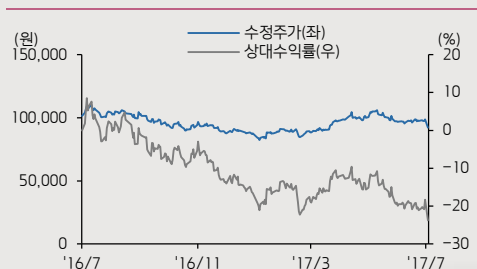
Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	60천주
외국인 지분율	49.73%
배당수익률(17E)	1.46%
BPS(17E)	34,888원
주요 주주	일본SECOM 25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인 20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,302	19,807	21,167	22,811
보고영업이익	2,057	2,213	2,528	2,785
핵심영업이익	2,057	2,213	2,528	2,785
EBITDA	3,506	3,637	3,989	4,287
세전이익	1,862	2,085	2,419	2,695
순이익	1,405	1,579	1,827	2,038
지배주주지분순이익	1,405	1,579	1,827	2,038
EPS(원)	3,698	4,157	4,809	5,362
증감률(%Y Y)	-8.5	12.4	15.7	11.5
PER(배)	23.7	22.2	19.2	17.2
PBR(배)	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	9.1	9.1	8.1	7.3
보고영업이익률(%)	11.2	11.2	11.9	12.2
핵심영업이익률(%)	11.2	11.2	11.9	12.2
ROE(%)	13.5	13.9	14.8	14.8
순부채비율(%)	-13.1	-15.3	-19.9	-24.3

Price Trend



2Q 실적 Review

에스원 (012750)

장기 성장을 위한 투자가 시작됐다!



〈장 후 실적발표〉 2분기 매출액은 4,899억원(YoY +8%), 영업이익은 501억원(YoY -6%)으로 시장기대치를 크게 하회했습니다. 2분기 실적은 실망스러웠지만, 일회성 비용이 제거되는 하반기에는 수익성이 회복될 것으로 전망됩니다. 삼성벤처투자에 자본투자를 통해 미래 성장동력 확보에도 나섰습니다. 하반기 이익 개선이 가능하다는 점을 감안하면, 저가매수 기회라는 판단입니다.

>>> Point 1. 하반기에는 수익성이 회복될 것으로 전망

동사의 2분기 매출액은 4,899억원(YoY +7.9%, QoQ +4.3%), 영업이익은 501억원(YoY -5.6%, QoQ -13.7%)으로 시장기대치를 크게 하회했다. 영업 확대에 인한 인센티브 지급과 자회사 휴먼티에스에스 장기종업원급여 11억원이 반영돼 일회성비용이 증가했기 때문이다. 비용을 제외한 영업적인 측면에서는 상당히 양호한 실적을 기록했다. 1) 유지계약건수가 전년대비 8.7% 증가한 68.9만건을 기록했고, 2) 상품 판매부문 매출은 전년대비 33% 성장하면서 1분기에 이어 실적 개선을 이어가고 있다. 부진했던 상품판매부문은 수익기반의 선별적 수주물량의 매출 비중 증가로 견고한 성장세를 하반기에도 유지할 것으로 예상된다.

>>> Point 2. 전 사업부문의 호조세 지속 전망

ARPU는 전분기 대비 천원 하락한 11.5만원으로 보급형 상품 비중이 확대된 결과로 파악된다. 유지계약건수가 증가하면서 ARPU 하락을 방어하고 있으며, 추가적인 하락은 크기 않을 것으로 예상된다. 상품판매부문은 관계사 CAPEX 투자확대와 얼굴인식 출입관리시스템 및 가구용 방범상품과 같은 신규 상품 판매 확대 등으로 매출 증가와 이익 개선세를 이어갈 전망이다. 건물관리부문 매출은 전년대비 0.7% 증가해 상대적으로 부진했지만, 비관계사 수주 확대를 위한 공격적인 영업 강화와 동남아 국가 대상 글로벌 사업으로 해외거점 추가 확보를 통해 성장에 대한 돌파구를 찾을 것으로 전망된다.

>>> Point 3. 잉여현금 활용의 좋은 예

2분기 실적은 실망스러웠지만, 일회성 비용이 제거되는 하반기에는 수익성이 회복될 것으로 전망된다. 증가세가 주춤했던 배당은 보유 현금의 증가로 올해 의미있는 배당확대가 기대된다. 특히 삼성벤처투자에 약 100억원의 자본투자를 통해 센싱과 영상 등 미래 성장동력 확보에 나섰다는 점은 1) 경쟁력 확보를 통한 기업가치 제고와 2) 누적되는 잉여현금의 활용 측면에서 상당히 긍정적이다. 하반기 이익 개선이 가능하다는 점을 감안하면, 저가매수 기회라는 판단이다.

에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	2Q16	1Q17	2Q17P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	4,539	4,696	4,899	7.9%	4.3%	4,785	2.4%	4,800	2.1%
GPM	30.5%	30.9%	28.9%	-1.6%p	-2%p	30.9%	-2%p	29.8%	-0.9%p
영업이익	531	582	501	-5.7%	-13.9%	570	-12.2%	579	-13.4%
OPM	11.7%	12.4%	10.2%	-1.5%p	-2.2%p	11.9%	-1.7%p	12.1%	-1.8%p
세전이익	501	543	476	-4.9%	-12.3%	536	-11.2%	544	-12.4%
순이익	381	401	357	-6.2%	-11.1%	406	-12.1%	405	-11.9%

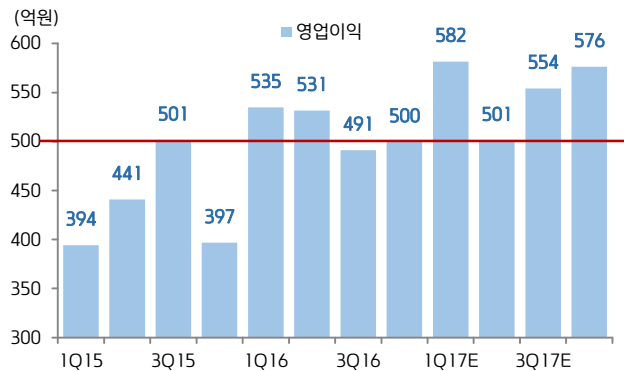
자료: 에스원, 키움증권

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
ARPU	120	120	119	119	119	116	115	115	115	115	115
유지계약건수(천건)	619	634	647	659	659	675	689	701	713	713	713
yoy	8.8%	8.8%	9.1%	8.8%	8.8%	9.0%	8.7%	8.2%	8.2%	8.2%	7.1%
총매출액	4,355	4,539	4,482	4,926	18,302	4,696	4,899	4,939	5,274	19,807	21,167
보안시스템 서비스	3,535	3,604	3,681	4,053	14,874	3,829	3,988	4,019	4,283	16,119	17,089
건물관리 서비스	1,054	1,176	1,057	1,154	4,441	1,157	1,184	1,210	1,285	4,837	5,325
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	25	23	29	25	102	26	25	30	25	106	107
(내부매출)	260	265	286	305	1,116	316	298	321	320	1,254	1,354
매출원가	2,997	3,156	3,134	3,520	12,808	3,245	3,484	3,471	3,704	13,905	14,714
원가율	68.5%	69.2%	69.6%	71.1%	69.6%	68.7%	70.8%	69.9%	69.9%	69.9%	69.2%
영업이익	535	531	491	500	2,057	582	501	554	576	2,213	2,528
영업이익률	12.3%	11.7%	11.0%	10.1%	11.2%	12.4%	10.2%	11.2%	10.9%	11.2%	11.9%
법인세비용차감전손익	518	501	442	400	1,862	543	476	528	538	2,085	2,419
당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	423	398	1,579	1,827
자배주주지분 당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	423	398	1,579	1,827
EPS(원)					3,698					4,157	4,809
DPS(원)					1,250					1,350	1,450
배당성향					33.8%					32.5%	30.1%
배당수익률					1.4%					1.5%	1.6%

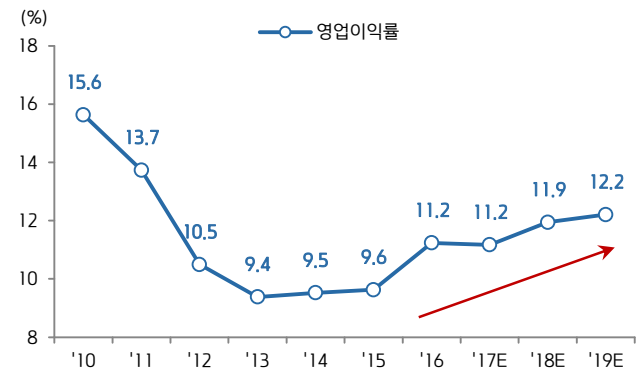
자료: 에스원, 키움증권

분기 영업이익의 level up



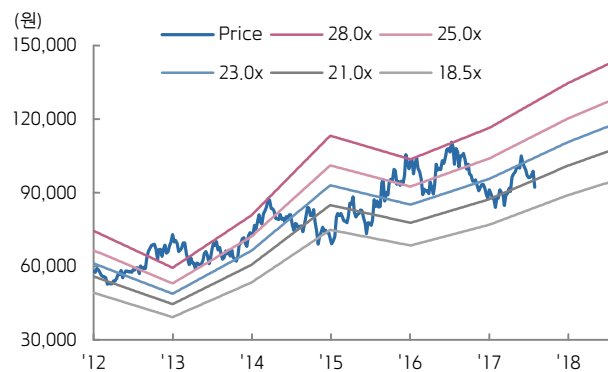
자료: 에스원, 키움증권

영업이익률 추세 전환



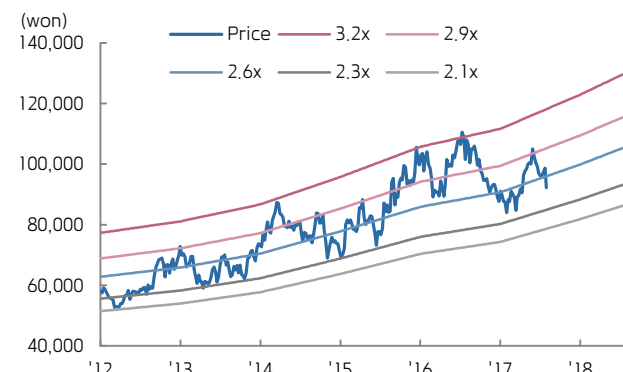
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



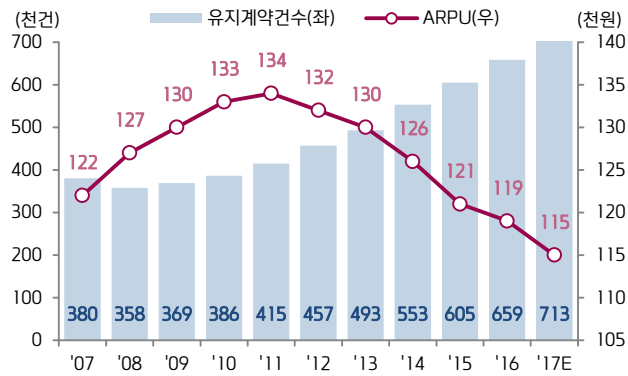
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



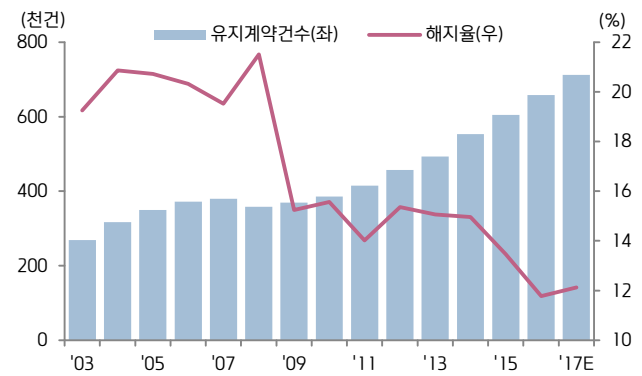
자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



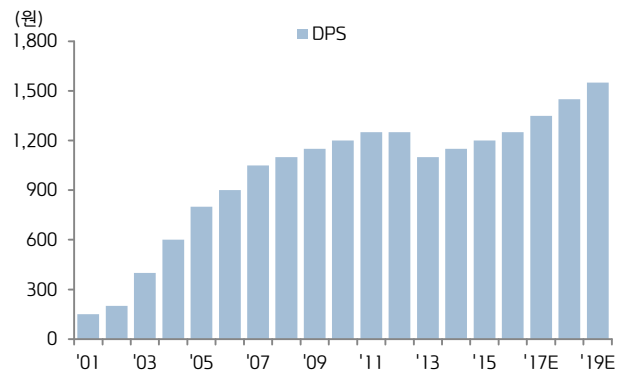
자료: 에스원, 키움증권

가입자수 및 해지율 추이



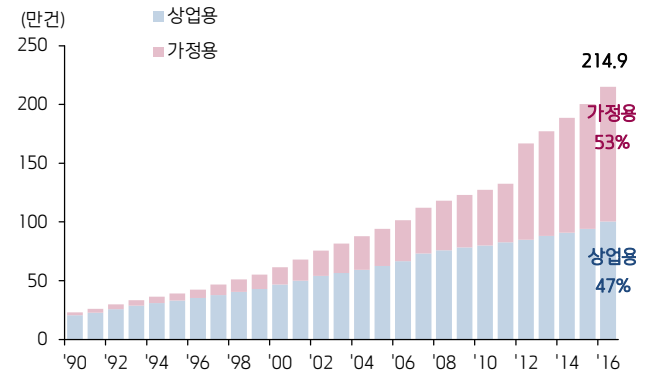
자료: 에스원, 키움증권

주당배당금 추이



자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



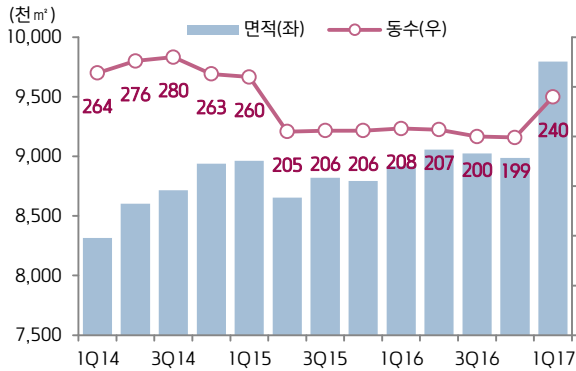
자료: 에스원, 키움증권

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, 싱가포르 S-LNG, 이라크 Zubair, 포항공단 등
	2분기	삼성전자 베트남, 아모레퍼시픽 용산 신사옥, 삼성전자 서울대연구소, 삼성바이오로직스 신세계백화점 고양삼송, 싱가포르 S-LNG, 인제터널 사고자동감지, 포항공단 등
수주	1분기	삼성디스플레이 베트남, 삼성전자 평택반도체, 삼성바이오로직스, 삼성디스플레이 아산 안전환경, e 편한세상 CCTV, 아모레퍼시픽 출입통제 시스템 등
	2분기	삼성전자 DS 부문, 삼성전자 평택반도체, 삼성전자 베트남, 삼성바이오에피스 글로벌센터, 인천항만, 중국 북경 삼성생명 사옥, 말레이시아 사프라 마인즈 빌딩 등

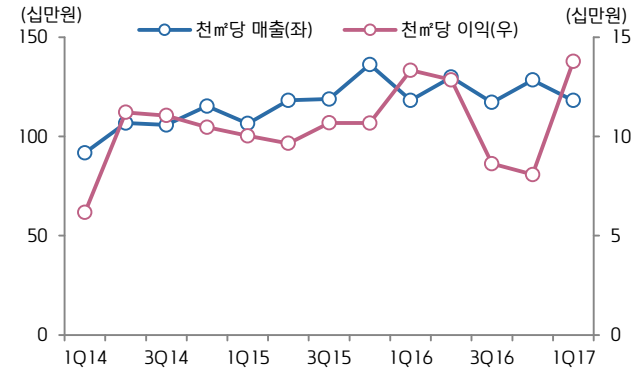
자료: 에스원, 키움증권

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 & Facility Management) 현황 (2017년 1분기 기준)

구분	오피스	연수소	연구소	공장	후생/요양	기타	합계
동수	164	12	15	7	5	37	240
면적(천㎡)	3,945	365	2,092	1,258	445	1,692	9,797

자료: 에스원, 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 영덕 FM 컨설팅
	2분기	삼성전자 서울대연구소, 삼성전자 영덕연수원, 강동 ECT, 삼성전자 평택반도체 삼성본관 한국은행 및 서울스퀘어 SK플래닛 임대차컨설팅
에너지 부문	1분기	매출: 삼성생명 BEMS, 일진글로벌 ESS, 삼성중공업 거제 LED 등 수주: 센터플레이스 ESS, 삼성전자 디지털센터, 소재단지 LED 등
		매출: 소재단지 연구소, 센터플레이스(구 YG타워) ESS, 디지털센터 시스템에어컨 설치 및 DM 등
	2분기	수주: 소재단지 연구소 인버터, 국경연 시스템에어컨 설치, 대덕전자 ESS 및 소재연구단지 기술원 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	
	삼성 SDS	성내사옥 (강동구 성내동)	258	
구분	매수자	건물	금액	합계
해외	삼성 SRA 자산운용	코메르츠뱅크 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	19,807	21,167	22,811
매출원가	12,634	12,808	13,905	14,714	15,814
매출총이익	5,362	5,493	5,903	6,453	6,997
판매비및일반관리비	3,636	3,437	3,690	3,925	4,212
영업이익(보고)	1,726	2,057	2,213	2,528	2,785
영업이익(핵심)	1,726	2,057	2,213	2,528	2,785
영업외손익	-164	-195	-128	-109	-90
이자수익	6	18	26	37	50
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	33	37	35	36	36
이자비용	25	0	0	0	0
외환손실	26	37	32	34	33
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-54	-15	-20	-18	-19
금융상품평가및기타금융이익	0	0	24	24	24
기타	-98	-198	-162	-155	-149
법인세차감전이익	1,562	1,862	2,085	2,419	2,695
법인세비용	368	456	506	591	658
유효법인세율 (%)	23.6%	24.5%	24.3%	24.4%	24.4%
당기순이익	1,554	1,405	1,579	1,827	2,038
지배주주지분순이익(억원)	1,536	1,405	1,579	1,827	2,038
EBITDA	3,199	3,506	3,637	3,989	4,287
현금순이익(Cash Earnings)	3,028	2,855	3,004	3,289	3,539
수정당기순이익	1,596	1,417	1,576	1,822	2,033
증감율(% YoY)					
매출액	10.1	1.7	8.2	6.9	7.8
영업이익(보고)	13.0	19.2	7.6	14.2	10.2
영업이익(핵심)	13.0	19.2	7.6	14.2	10.2
EBITDA	8.8	9.6	3.7	9.7	7.5
지배주주지분 당기순이익	40.3	-8.5	12.4	15.7	11.5
EPS	40.3	-8.5	12.4	15.7	11.5
수정순이익	31.6	-11.2	11.2	15.6	11.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,179	2,732	2,306	3,328	3,241
당기순이익	1,554	1,405	1,579	1,827	2,038
감가상각비	1,474	1,449	1,424	1,461	1,502
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	2	-4	-2	-3
자산처분손익	57	15	23	18	19
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	60	-480	-883	-617	-810
기타	33	339	166	640	496
투자활동현금흐름	-324	-2,135	-1,502	-2,036	-1,776
투자자산의 처분	1,063	-799	-224	-759	-936
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-1,371	-1,336	-1,282	-1,309	-1,295
무형자산의 처분	-18	-2	0	0	0
기타	0	-0	4	-15	-14
재무활동현금흐름	-2,297	-410	-456	-490	-524
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	-524
기타	0	-5	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	558	185	346	802	941
기초현금및현금성자산	698	1,256	1,441	1,787	2,589
기말현금및현금성자산	1,256	1,441	1,787	2,589	3,530
Gross Cash Flow	3,549	3,932	4,094	4,457	4,765
Op Free Cash Flow	1,464	1,184	935	1,446	1,501

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,555	4,349	5,786	7,398	9,427
현금및현금성자산	1,256	1,441	1,787	2,589	3,530
유동금융자산	175	983	1,678	2,431	3,314
매출채권및유동채권	1,568	1,504	1,769	1,811	1,994
재고자산	495	358	406	466	471
기타유동비금융자산	62	63	147	101	119
비유동자산	10,389	10,255	10,232	10,199	9,974
장기매출채권및기타비유동채권	498	488	538	569	798
투자자산	72	73	79	84	137
유형자산	4,699	4,749	4,715	4,677	4,626
무형자산	4,979	4,786	4,736	4,689	4,220
기타비유동자산	142	158	164	179	193
자산총계	13,944	14,604	16,018	17,598	19,402
유동부채	3,283	2,880	3,277	3,471	3,749
매입채무및기타유동채무	1,327	1,200	1,291	1,438	1,510
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,957	1,680	1,986	2,033	2,239
비유동부채	858	724	1,041	1,090	1,102
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	858	724	1,041	1,090	1,102
부채총계	4,141	3,604	4,318	4,561	4,851
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	9,209	10,404	11,105	12,442	13,955
기타자본	-1,527	-1,524	-1,524	-1,524	-1,524
지배주주지분자본총계	9,801	10,999	11,700	13,037	14,551
비지배주주지분자본총계	3	0	0	0	0
자본총계	9,804	10,999	11,700	13,037	14,551
순차입금	-1,256	-1,441	-1,787	-2,589	-3,530
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	4,157	4,809	5,362
BPS	29,891	33,045	34,888	38,407	42,391
주당EBITDA	8,420	9,227	9,572	10,498	11,281
CFPS	8,366	7,189	6,068	8,759	8,529
DPS	1,200	1,250	1,350	1,450	1,550
주가배수(배)					
PER	24.7	23.7	22.2	19.2	17.2
PBR	3.3	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.4	9.1	9.1	8.1	7.3
PCFR	12.5	11.7	11.7	10.7	9.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	11.2	11.2	11.9	12.2
영업이익률(핵심)	9.6	11.2	11.2	11.9	12.2
EBITDA margin	17.8	19.2	18.4	18.8	18.8
순이익률	8.6	7.7	8.0	8.6	8.9
자기자본이익률(ROE)	16.6	13.5	13.9	14.8	14.8
투자자본이익률(ROIC)	20.6	27.0	22.6	21.4	24.3
안정성(%)					
부채비율	42.2	32.8	36.9	35.0	33.3
순차입금비율	-12.8	-13.1	-15.3	-19.9	-24.3
이자보상배율(배)	69.6	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	11.9	12.1	11.8	12.0
재고자산회전율	34.0	42.9	51.8	48.6	48.7
매입채무회전율	13.9	14.5	15.9	15.5	15.5

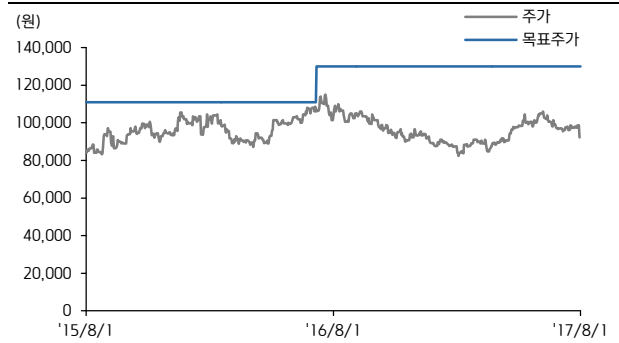
Compliance Notice

- 당사는 7월 31일 현재 '에스원' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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)	2015/07/24	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
	2017/07/19	Buy(Maintain)	130,000원
	2017/08/01	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 초과이익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%