



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(10/18): 90,600원

시가총액: 34,427억원

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

Stock Data

KOSPI (10/18)	2,482.91pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	106,000원
등락률	-14.53%
수익률	절대 상대
1M	0.1%
6M	-3.3%
1Y	-8.3%
	-2.5%
	-16.3%
	-24.6%

Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	58천주
외국인 지분율	51.00%
배당수익률(17E)	1.49%
BPS(17E)	34,890원
주요 주주	일본SECOM
	25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인
	20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,302	19,646	21,132	22,850
보고영업이익	2,057	2,224	2,439	2,753
핵심영업이익	2,057	2,224	2,439	2,753
EBITDA	3,506	3,692	3,944	4,298
세전이익	1,862	2,098	2,331	2,664
순이익	1,405	1,569	1,751	1,996
자체주주지분순이익	1,405	1,569	1,751	1,996
EPS(원)	3,698	4,128	4,607	5,252
증감률(%Y Y)	-8.5	11.6	11.6	14.0
PER(배)	23.7	21.9	19.7	17.2
PBR(배)	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	9.1	8.8	8.1	7.3
보고영업이익률(%)	11.2	11.3	11.5	12.0
핵심영업이익률(%)	11.2	11.3	11.5	12.0
ROE(%)	13.5	13.8	14.2	14.6
순부채비율(%)	-13.1	-15.1	-18.5	-22.5

Price Trend



Valuation Call

에스원 (012750)

부담 없이 살 수 있는 구간에 진입!



〈Update〉 동사의 3분기 매출액은 4,994억원(YoY +11.4%), 영업이익은 558억원 (YoY +13.7%)으로 전망됩니다. 일회성 비용이 제거되면서 수익성은 회복될 것으로 예상됩니다. 1) 부진했던 상품판매부문의 성공적인 텐어라운드와 2) 삼성그룹의 자산 매각으로 부진했던 건물관리부문의 본격적인 이익개선도 기대됩니다. 밸류에이션 역시 지나치게 저평가 국면으로 적극적인 매수 전략이 필요하다는 판단입니다.

>> Point 1. 일회성비용 제거로 하반기 실적은 양호할 전망

동사의 3분기 매출액은 4,994억원(YoY +11.4%, QoQ +1.9%), 영업이익은 558억원(YoY +13.7%, QoQ +11.3%)으로 전망된다. 지난 2분기에 발생했던 일회성비용이 제거되면서 수익성은 회복될 것으로 예상된다. ARPU는 11만5천 원을 유지할 것으로 보이며, 유지계약건수는 8.2% 증가해 70만건을 돌파할 것으로 추정된다. 상품판매부문 매출은 2분기에 이어 30% 이상 성장하면서 수익성도 개선될 전망이다. 작년 4분기부터 텐어라운드가 시작된 상품판매부문은 수익기반의 선별적 수주물량의 매출 비중 증가로 견고한 실적을 하반기에도 유지할 것으로 예상된다. 올해 예상 DPS는 1,350원으로 지속 증가하는 배당이 기대된다.

>> Point 2. 전 사업부문의 호조세 지속 전망

상품판매부문은 저가 수주잔고 비중 감소와 관계사 CAPEX 투자확대에 따른 양질의 신규 수주 증가로 수익성 개선이 이어지면서 올해 성공적인 텐어라운드를 기록할 전망이다. 얼굴인식 출입관리시스템 '워크스루' 게이트, 가구용 방범 상품인 '세콤이지' 등 신규 상품 출시 및 해외 진출을 감안하면 중장기적인 실적 개선도 가능할 것으로 전망된다. '워크스루'는 AI를 시큐리티에 적용한 시스템으로 삼성 전 계열사 건물에 도입할 계획이며, 얼굴인식 출입관리시스템이 대중화 될 경우 큰 수혜가 예상된다. 건물관리부문은 작년 삼성그룹이 2.1조원 규모의 국내 오피스 빌딩을 매각하면서 하반기 실적이 부진했지만, 올해 상반기에 1) 신한은행 본점 및 지점 244곳과 영종도 파라다이스 호텔 등 대규모 비관계사 수주가 확대됐고, 2) 기존 사이트의 성공적인 재계약이 예상돼 본격적인 이익개선이 다시 시작될 전망이다. 중장기적으로는 동남아 대상으로 해외거점을 추가로 확보해 성장에 대한 돌파구를 찾을 것으로 전망된다.

>> Point 3. 지나치게 매력적인 저평가 국면, 적극적인 매수 추천

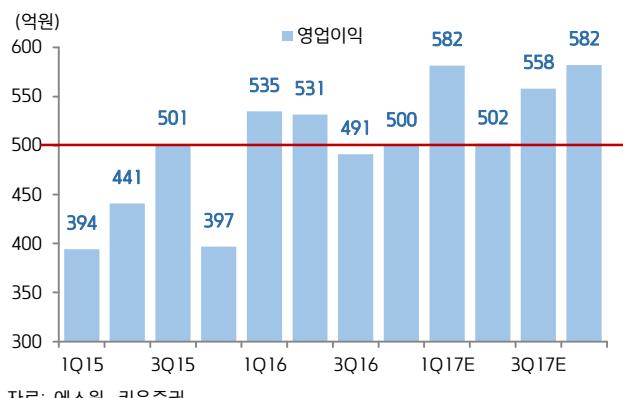
동사는 올해 사상 최대의 실적을 기록할 것으로 전망되며, 양대 핵심 사업축인 보안과 건물관리부문 모두 안정적인 성장국면에 진입할 것으로 전망된다. 증가세가 주춤했던 주당배당금은 보유 현금의 증가로 배당확대가 기대된다. 중장기적인 성장을 위해 지속적으로 누적되고 있는 잉여현금의 효율적인 활용 방법을 찾아야 하는 숙제를 안고 있지만, 현재 밸류에이션 하단으로 진입하면서 극도의 저평가 국면이라는 판단이다. 내년 P/E는 19.5배로, 지난 5년 내 최저 수준이다. 적극적인 매수 전략이 필요한 시점이다.

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	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	4,994	5,057	19,646	21,132
보안시스템 서비스	3,535	3,604	3,681	4,053	14,874	3,829	3,988	4,100	4,173	16,090	17,328
건물관리 서비스	1,054	1,176	1,057	1,154	4,441	1,157	1,184	1,185	1,195	4,721	5,052
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	25	23	29	25	102	26	25	30	24	104	107
(내부매출)	260	265	286	305	1,116	316	298	321	336	1,270	1,354
매출원가	2,997	3,156	3,134	3,520	12,808	3,245	3,484	3,530	3,550	13,809	14,849
원가율	68.5%	69.2%	69.6%	71.1%	69.6%	68.7%	70.8%	70.3%	69.8%	69.9%	69.9%
영업이익	535	531	491	500	2,057	582	502	558	582	2,224	2,439
영업이익률	12.3%	11.7%	11.0%	10.1%	11.2%	12.4%	10.2%	11.2%	11.5%	11.3%	11.5%
법인세비용차감전순익	518	501	442	400	1,862	543	476	534	545	2,098	2,331
당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	406	404	1,569	1,751
지배주주지분 당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	406	404	1,569	1,751
EPS(원)					3,698					4,128	4,607
DPS(원)					1,250					1,350	1,450
배당성향					33.8%					32.7%	31.5%
배당수익률					1.4%					1.5%	1.6%

자료: 에스원, 키움증권

분기 영업이익의 level up



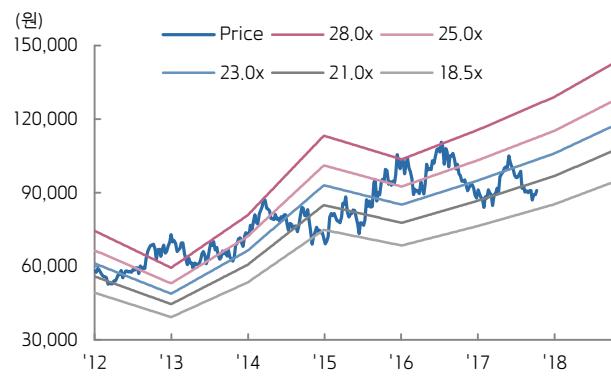
자료: 에스원, 키움증권

영업이익률 추세 전환



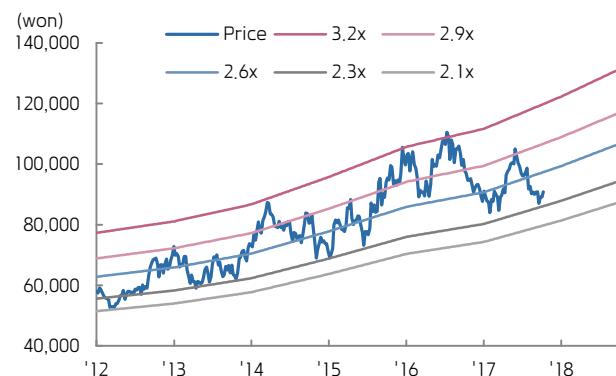
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



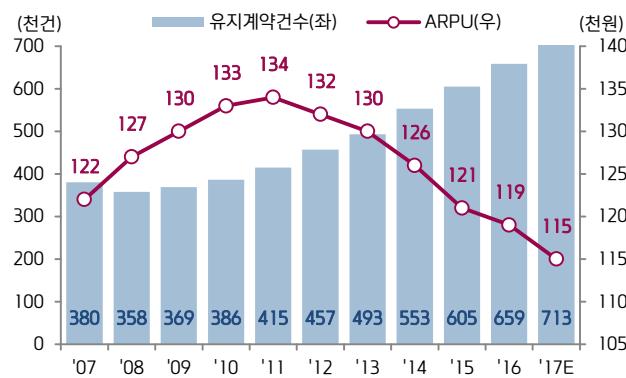
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



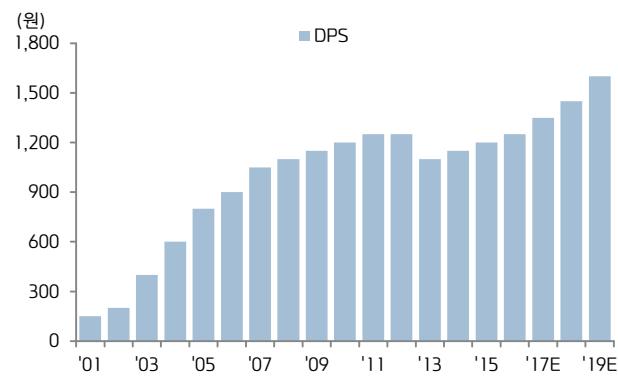
자료: 에스원, 키움증권

가입자수 및 해지율 추이



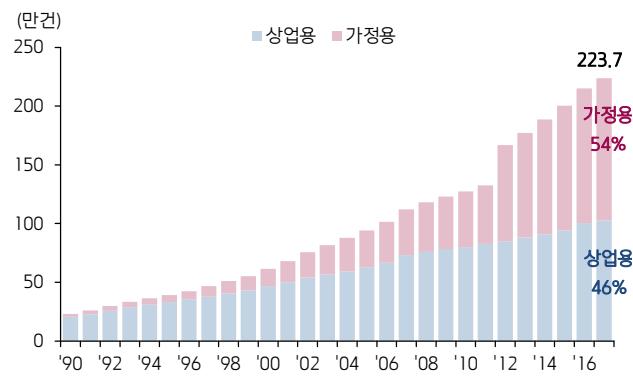
자료: 에스원, 키움증권

주당배당금 추이



자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



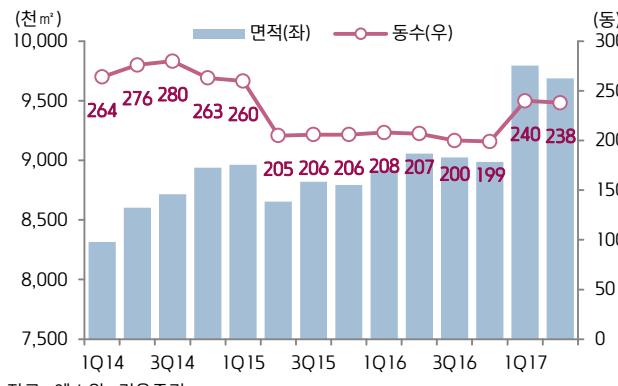
자료: 에스원, 키움증권

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, 싱가폴 S-LNG, 이라크 Zubair, 포항공대 등
	2분기	삼성전자 베트남, 아모레퍼시픽 용산 신사옥, 삼성전자 서울대연구소, 삼성바이오로직스 신세계백화점 고양삼송, 싱가폴 S-LNG, 인제터널 사고자동감지, 포항공대 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

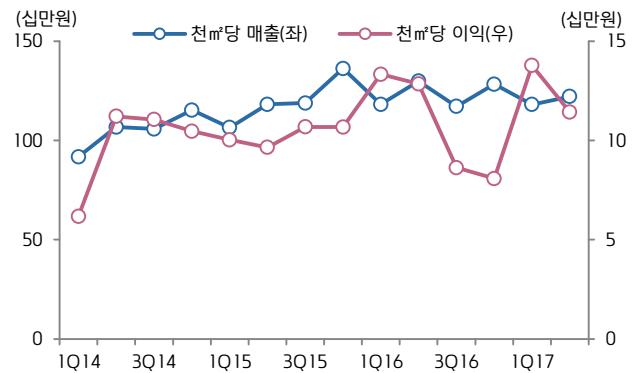
자료: 에스원, 키움증권

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	162	13	16	8	5	34	238
면적(천 m ²)	3,832	392	2,135	1,370	445	1,515	9,689

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
	2분기	매출	소재단지 연구소, 센터플레이스(구 YG타워) ESS, 디지털센터 시스템에어컨 설치 및 DM 등
		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	
	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	21,987
	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	
	삼성 SRA 자산운용	소웨스트 타워 (프랑스 파리)	4,000	13,000

자료: 매일경제, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,996	18,302	19,646	21,132	22,850
매출원가	12,634	12,808	13,809	14,849	15,984
매출총이익	5,362	5,493	5,837	6,284	6,866
판매비 및 일반관리비	3,636	3,437	3,614	3,845	4,113
영업이익(보고)	1,726	2,057	2,224	2,439	2,753
영업이익(핵심)	1,726	2,057	2,224	2,439	2,753
영업외손익	-164	-195	-126	-108	-90
이자수익	6	18	25	34	46
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	28	30	30
기타	-98	-198	-164	-156	-150
법인세차감전이익	1,562	1,862	2,098	2,331	2,664
법인세비용	368	456	529	581	668
유효법인세율 (%)	23.6%	24.5%	25.2%	24.9%	25.1%
당기순이익	1,554	1,405	1,569	1,751	1,996
지배주주지분순이익(억원)	1,536	1,405	1,569	1,751	1,996
EBITDA	3,199	3,506	3,692	3,944	4,298
현금순이익(Cash Earnings)	3,028	2,855	3,037	3,255	3,541
수정당기순이익	1,596	1,417	1,562	1,741	1,987
증감율(% YoY)					
매출액	10.1	1.7	7.3	7.6	8.1
영업이익(보고)	13.0	19.2	8.1	9.7	12.9
영업이익(핵심)	13.0	19.2	8.1	9.7	12.9
EBITDA	8.8	9.6	5.3	6.8	9.0
지배주주지분 당기순이익	40.3	-8.5	11.6	11.6	14.0
EPS	40.3	-8.5	11.6	11.6	14.0
수정순이익	31.6	-11.2	10.2	11.5	14.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,179	2,732	3,120	2,968	3,052
당기순이익	1,554	1,405	1,569	1,751	1,996
감가상각비	1,474	1,449	1,468	1,505	1,545
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	2	-4	-2	-3
자산처분손익	57	15	26	18	19
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	60	-480	-165	-559	-649
기타	33	339	226	256	145
투자활동현금흐름	-324	-2,135	-1,915	-1,848	-1,660
투자자산의 처분	1,063	-799	-655	-584	-835
유형자산의 처분	1	2	1	1	1
유형자산의 취득	-1,371	-1,336	-1,254	-1,295	-1,275
무형자산의 처분	-18	-2	0	0	0
기타	0	-0	-11	-16	-15
재무활동현금흐름	-2,297	-410	-879	-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	-879	-490	-541
기타	0	-5	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	558	185	325	630	851
기초현금및현금성자산	698	1,256	1,441	1,766	2,395
기말현금및현금성자산	1,256	1,441	1,766	2,395	3,247
Gross Cash Flow	3,549	3,932	4,119	4,389	4,754
Op Free Cash Flow	1,464	1,184	1,712	1,483	1,684

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,555	4,349	5,566	6,876	8,728
현금및현금성자산	1,256	1,441	1,766	2,395	3,247
유동금융자산	175	983	1,622	2,200	2,983
매출채권및유동채권	1,568	1,504	1,662	1,761	1,918
재고자산	495	358	449	446	502
기타유동비금융자산	62	63	68	73	79
비유동자산	10,389	10,255	10,157	10,115	9,882
장기매출채권및기타비유동채권	498	488	533	568	800
투자자산	72	73	78	84	137
유형자산	4,699	4,749	4,703	4,650	4,582
무형자산	4,979	4,786	4,680	4,633	4,170
기타비유동자산	142	158	163	179	193
자산총계	13,944	14,604	15,724	16,991	18,610
유동부채	3,283	2,880	3,333	3,455	3,806
매입채무및기타유동채무	1,327	1,200	1,364	1,425	1,563
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,957	1,680	1,970	2,029	2,243
비유동부채	858	724	690	575	388
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	858	724	690	575	388
부채총계	4,141	3,604	4,023	4,030	4,194
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	9,209	10,404	11,094	12,354	13,809
기타자본	-1,527	-1,524	-1,513	-1,513	-1,513
지배주주지분자본총계	9,801	10,999	11,700	12,961	14,416
비지배주주지분자본총계	3	0	0	0	0
자본총계	9,804	10,999	11,700	12,961	14,416
순차입금	-1,256	-1,441	-1,766	-2,395	-3,247
총차입금	0	0	0	0	0

Compliance Notice

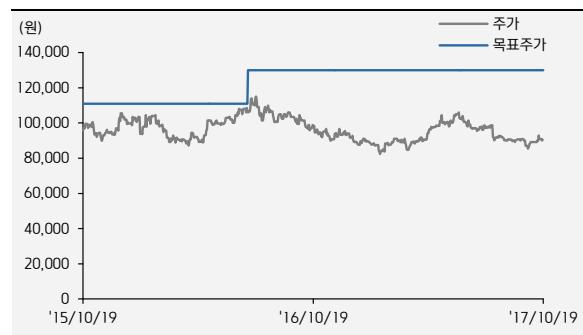
- 당사는 10월 18일 현재 '에스원' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
에스원 (012750)	2015/09/08	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-16.57	-10.36
	2015/10/26	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-15.72	-9.46
	2015/11/24	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-13.50	-4.95
	2016/01/28	Outperform(Downgrade)	111,000원	6개월	-13.05	-4.95
	2016/04/06	Buy(Upgrade)	111,000원	6개월	-16.17	-14.95
	2016/04/12	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-17.76	-14.95
	2016/04/29	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-10.51	-2.25
	2016/07/07	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-15.03	-11.54
	2016/07/22	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-19.99	-11.54
	2016/10/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-23.76	-11.54
	2017/01/11	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-31.88	-30.85
	2017/01/26	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-32.39	-29.92
	2017/03/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-31.84	-27.31
	2017/04/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-28.02	-18.46
	2017/07/19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-25.07	-24.08
	2017/08/01	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-29.83	-24.08
	2017/10/19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월		

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%