



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(10/26): 91,800원

시가총액: 34,883억원

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

Stock Data

KOSPI (10/26)	2,480.63pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	106,000원	82,300원
등락률	-13.40%	11.54%
수익률	절대	상대
1M	6.1%	1.6%
6M	-5.5%	-15.9%
1Y	-3.5%	-21.6%

Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	58천주
외국인 지분율	51.22%
배당수익률(17E)	1.47%
BPS(17E)	34,942원
주요 주주	일본SECOM
	삼성에스디아이(주) 외4인
	25.65%
	20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,302	19,462	20,849	22,391
보고영업이익	2,057	2,214	2,408	2,701
핵심영업이익	2,057	2,214	2,408	2,701
EBITDA	3,506	3,682	3,913	4,247
세전이익	1,862	2,114	2,309	2,624
순이익	1,405	1,589	1,738	1,972
자체주주지분순이익	1,405	1,589	1,738	1,972
EPS(원)	3,698	4,181	4,573	5,189
증감률(%Y Y)	-8.5	13.0	9.4	13.5
PER(배)	23.7	22.0	20.1	17.7
PBR(배)	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	9.1	9.0	8.3	7.5
보고영업이익률(%)	11.2	11.4	11.6	12.1
핵심영업이익률(%)	11.2	11.4	11.6	12.1
ROE(%)	13.5	14.0	14.1	14.4
순부채비율(%)	-13.1	-15.1	-18.5	-22.5

Price Trend



☑ 3Q 실적 Review

에스원 (012750)

여전히 매력적인 매수 구간



〈장 후 실적발표〉 3분기 매출액은 4,857억원(YoY +8.4%), 영업이익은 562억원 (YoY +14.4%)으로 시장기대치에 부합하는 양호한 실적을 발표했습니다. 전 사업부문의 호조세가 이어지고 있고, 이러한 추세는 내년에도 지속가능할 것으로 전망됩니다. 보유 현금의 증가로 배당확대가 기대되며, 벌류에이션 역시 매력적인 구간입니다. 적극적인 매수 전략이 필요한 시점이라는 판단입니다.

>>> Point 1. 안정적인 실적 level로 돌아오다

동사의 3분기 매출액은 4,857억원(YoY +8.4%, QoQ -0.9%), 영업이익은 562억원 (YoY +14.4%, QoQ +12.0%)으로 시장기대치에 부합하는 양호한 실적을 발표했다. 지난 분기에 있었던 영업 확대로 인한 인센티브 지급과 자회사 휴먼티에스에스 장기종업원급여 11억원 등의 일회성비용이 제거됐다. 영업적인 측면에서도 시스템보안 및 상품판매부문의 안정적인 성장이 지속됐다. 상품판매부문은 수익기반의 선별적 수주물량의 매출 비중 증가로 견고한 성장세를 하반기에도 유지할 것으로 예상된다. 건물관리부문 역시 IFC, 버버리 플래그스토어 등 비관계사 확대로 지속적인 성장세를 이어갔다.

>>> Point 2. 전 사업부문의 호조세 지속 전망

ARPU는 전분기 대비 천원 하락한 11.4만원으로 하락했지만, 시스템 보안 고객 증가 및 B2B 강화에 따른 꾸준한 성장세로 ARPU 하락을 방어하고 있다. 상품판매부문은 관계사 CAPEX 투자확대와 얼굴인식 출입관리시스템 및 아모레퍼시픽 출입관리, 공항철도 영상보안 등 양질의 대형 프로젝트 증가로 매출 증가와 이익 개선세를 이어갈 전망이다. 건물관리부문은 비관계사 수주 확대를 위한 공경적인 영업 강화와 동남아 국가 대상 글로벌 사업으로 해외거점 추가 확보를 통해 성장에 대한 돌파구를 찾을 것으로 전망된다.

>>> Point 3. 여전히 매력적인 매수 구간

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 벌류에이션 하단으로 진입하면서 극도의 저평가 국면이라는 판단이다. 내년 P/E는 20.1배로, 벌류에이션 하단이다. 적극적인 매수 전략이 필요한 시점이다.

에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	3Q16	2Q17	3Q17P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	4,482	4,899	4,857	8.4%	-0.9%	4,994	-2.7%	4,886	-0.6%
GPM	30.1%	28.9%	28.8%	-1.2%p	-0.1%p	29.3%	-0.5%p	29.9%	-1.1%p
영업이익	491	502	562	14.4%	12.0%	558	0.7%	572	-1.8%
OPM	11.0%	10.2%	11.6%	0.6%p	1.3%p	11.2%	0.4%p	11.7%	-0.1%p
세전이익	442	476	564	27.5%	18.5%	534	5.7%	530	6.4%
순이익	337	357	436	29.3%	22.2%	406	7.3%	403	8.3%

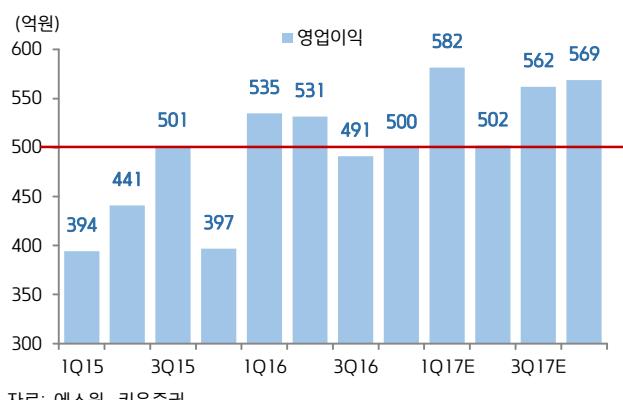
자료: 에스원, 키움증권

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2017E	2018E
ARPU	120	120	119	119	119	116	115	114	114	114	113
유지계약건수(천건)	619	634	647	659	659	675	689	701	714	714	714
yoY	8.8%	8.8%	9.1%	8.8%	8.8%	9.0%	8.7%	8.4%	8.3%	8.3%	7.1%
총매출액	4,355	4,539	4,482	4,926	18,302	4,696	4,899	4,857	5,010	19,462	20,849
보안시스템 서비스	3,535	3,604	3,681	4,053	14,874	3,829	3,988	4,044	4,105	15,966	17,115
건물관리 서비스	1,054	1,176	1,057	1,154	4,441	1,157	1,184	1,119	1,217	4,677	4,981
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	25	23	29	25	102	26	25	30	25	106	109
(내부매출)	260	265	286	305	1,116	316	298	336	337	1,287	1,357
매출원가	2,997	3,156	3,134	3,520	12,808	3,245	3,484	3,457	3,542	13,728	14,700
원가율	68.5%	69.2%	69.6%	71.1%	69.6%	68.7%	70.8%	70.8%	70.3%	70.2%	70.2%
영업이익	535	531	491	500	2,057	582	502	562	569	2,214	2,408
영업이익률	12.3%	11.7%	11.0%	10.1%	11.2%	12.4%	10.2%	11.6%	11.4%	11.4%	11.6%
법인세비용차감전순익	518	501	442	400	1,862	543	476	564	532	2,114	2,309
당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	436	394	1,589	1,738
지배주주지분 당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	436	394	1,589	1,738
EPS(원)					3,698					4,181	4,573
DPS(원)					1,250					1,350	1,450
배당성향					33.8%					32.3%	31.7%
배당수익률					1.4%					1.5%	1.6%

자료: 에스원, 키움증권

분기 영업이익의 level up



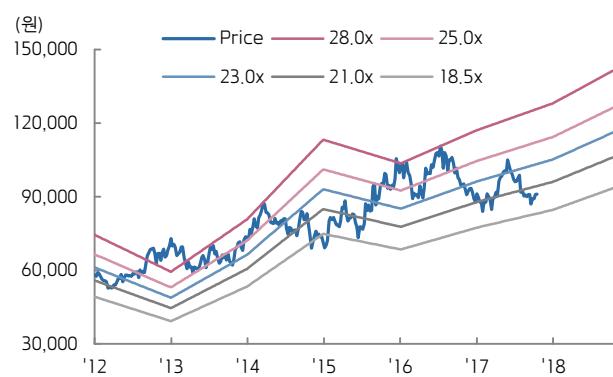
자료: 에스원, 키움증권

영업이익률 추세 전환



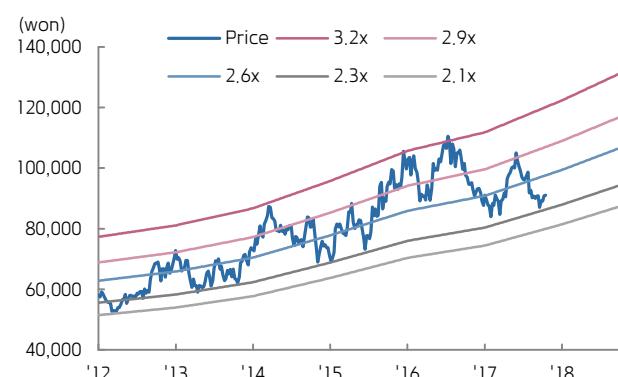
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



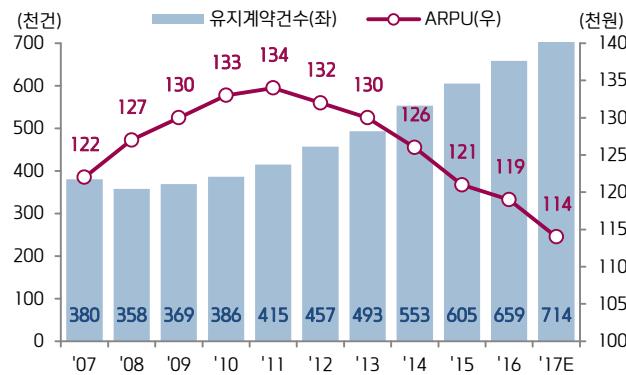
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



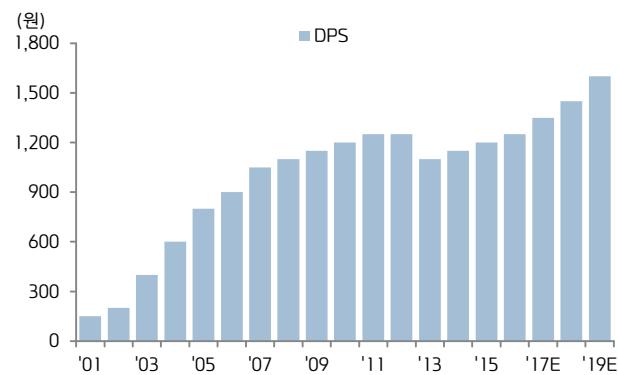
자료: 에스원, 키움증권

가입자수 및 해지율 추이



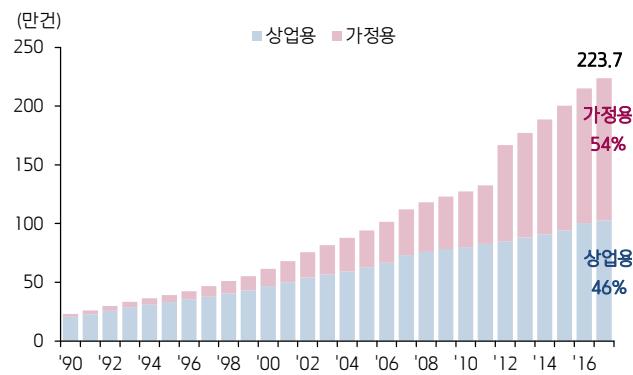
자료: 에스원, 키움증권

주당배당금 추이



자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



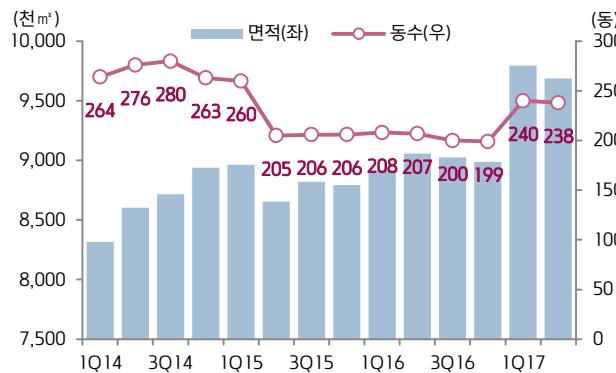
자료: 에스원, 키움증권

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

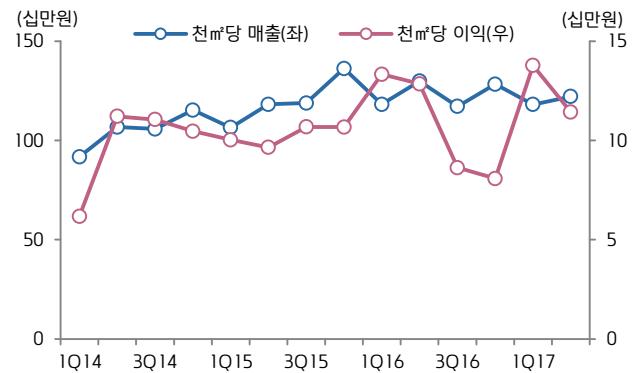
자료: 에스원, 키움증권

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 m²)	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	19,462	20,849	22,391
매출원가	12,634	12,808	13,728	14,700	15,675
매출총이익	5,362	5,493	5,734	6,149	6,716
판매비 및 일반관리비	3,636	3,437	3,520	3,741	4,015
영업이익(보고)	1,726	2,057	2,214	2,408	2,701
영업이익(핵심)	1,726	2,057	2,214	2,408	2,701
영업외손익	-164	-195	-100	-99	-78
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
투자 및 기타자산처분손익	-54	-15	-20	-18	-19
금융상품평가 및 기타금융이익	0	0	28	30	30
기타	-98	-198	-137	-147	-138
법인세차감전이익	1,562	1,862	2,114	2,309	2,624
법인세비용	368	456	526	572	652
유효법인세율 (%)	23.6%	24.5%	24.9%	24.7%	24.8%
당기순이익	1,554	1,405	1,589	1,738	1,972
지배주주지분순이익(억원)	1,536	1,405	1,589	1,738	1,972
EBITDA	3,199	3,506	3,682	3,913	4,247
현금순이익(Cash Earnings)	3,028	2,855	3,057	3,243	3,517
수정당기순이익	1,596	1,417	1,582	1,728	1,963
증감율(%, YoY)					
매출액	10.1	1.7	6.3	7.1	7.4
영업이익(보고)	13.0	19.2	7.6	8.8	12.2
영업이익(핵심)	13.0	19.2	7.6	8.8	12.2
EBITDA	8.8	9.6	5.0	6.3	8.5
지배주주지분 당기순이익	40.3	-8.5	13.0	9.4	13.5
EPS	40.3	-8.5	13.0	9.4	13.5
수정순이익	31.6	-11.2	11.6	9.3	13.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,179	2,732	3,127	2,963	3,040
당기순이익	1,554	1,405	1,589	1,738	1,972
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	-181	-562	-656
기타	33	339	229	266	163
투자활동현금흐름	-324	-2,135	-1,917	-1,845	-1,652
투자자산의 처분	1,063	-799	-659	-582	-829
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	-9	-15	-13
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
현금 및 현금성자산의 순증가	558	185	330	627	847
기초현금 및 현금성자산	698	1,256	1,441	1,771	2,398
기말현금 및 현금성자산	1,256	1,441	1,771	2,398	3,245
Gross Cash Flow	3,549	3,932	4,136	4,366	4,713
Op Free Cash Flow	1,464	1,184	1,697	1,460	1,645

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,555	4,349	5,556	6,851	8,674
현금 및 현금성자산	1,256	1,441	1,771	2,398	3,245
유동금융자산	175	983	1,627	2,203	2,981
매출채권 및 유동채권	1,568	1,504	1,646	1,738	1,880
재고자산	495	358	445	440	491
기타유동금융자산	62	63	67	72	77
비유동자산	10,389	10,255	10,150	10,104	9,859
장기매출채권 및 기타비유동채권	498	488	528	561	784
투자자산	72	73	78	83	134
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	161	177	190
자산총계	13,944	14,604	15,706	16,954	18,533
유동부채	3,283	2,880	3,302	3,408	3,729
매입채무 및 기타유동채무	1,327	1,200	1,351	1,406	1,532
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,957	1,680	1,951	2,002	2,198
비유동부채	858	724	684	579	406
장기매입채무 및 비유동채무	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	858	724	684	579	406
부채총계	4,141	3,604	3,986	3,987	4,135
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	9,209	10,404	11,114	12,361	13,792
기타자본	-1,527	-1,524	-1,513	-1,513	-1,513
지배주주지분자본총계	9,801	10,999	11,720	12,968	14,398
비지배주주지분자본총계	3	0	0	0	0
자본총계	9,804	10,999	11,720	12,968	14,398
순차입금	-1,256	-1,441	-1,771	-2,398	-3,245
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	4,181	4,573	5,189
BPS	29,891	33,045	34,942	38,225	41,990
주당EBITDA	8,420	9,227	9,690	10,297	11,175
CFPS	8,366	7,189	8,230	7,796	8,001
DPS	1,200	1,250	1,350	1,450	1,600
주가배수(배)					
PER	24.7	23.7	22.0	20.1	17.7
PBR	3.3	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.4	9.1	9.0	8.3	7.5
PCFR	12.5	11.7	11.4	10.8	9.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	11.2	11.4	11.6	12.1
영업이익률(핵심)	9.6	11.2	11.4	11.6	12.1
EBITDA margin	17.8	19.2	18.9	18.8	19.0
순이익률	8.6	7.7	8.2	8.3	8.8
자기자본이익률(ROE)	16.6	13.5	14.0	14.1	14.4
투자자본이익률(ROIC)	20.6	27.0	22.9	20.8	24.0
안정성(%)					
부채비율	42.2	32.8	34.0	30.7	28.7
순차입금비율	-12.8	-13.1	-15.1	-18.5	-22.5
이자보상배율(배)	69.6	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	11.9	12.4	12.3	12.4
재고자산회전율	34.0	42.9	48.4	47.1	48.1
매입채무회전율	13.9	14.5	15.3	15.1	15.2

Compliance Notice

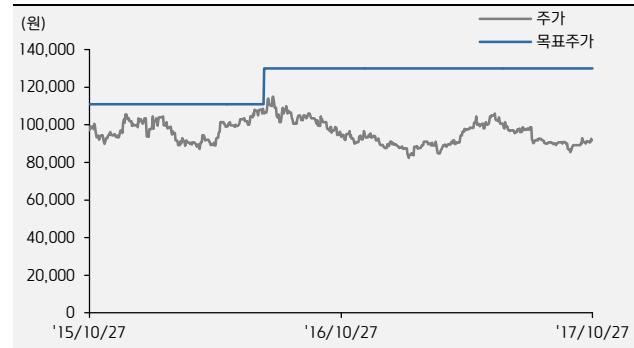
- 당사는 10월 26일 현재 '에스원' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
현대산업 (012630)	2015/10/26	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-14.32	-9.46	
	2015/11/24	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-11.94	-4.95	
	2016/01/28	Outperform (Downgrade)	111,000원	6개월	-13.02	-4.95	
	2016/04/06	Buy(Upgrade)	111,000원	6개월	-13.13	-4.95	
	2016/04/12	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-13.52	-4.95	
	2016/04/29	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-8.09	-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	-29.82	-24.08	
	2017/10/27	Buy(Maintain)	130,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이



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%