



Outperform(Maintain)

목표주가: 120,000원
주가(1/25): 100,500원

시가총액: 38,189억원

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

Stock Data

KOSPI (1/25)	2,562.23pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	107,000원	82,300원
등락률	-6.07%	22.11%
수익률	절대	상대
1M	-2.4%	-7.1%
6M	2.6%	-2.3%
1Y	15.4%	-6.9%

Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	66천주
외국인 지분율	53.09%
배당수익률(17E)	2.34%
BPS(17E)	35,884원
주요 주주	일본SECOM
	25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인
	20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	18,302	19,424	20,638	22,020
보고영업이익	2,057	2,026	2,262	2,536
핵심영업이익	2,057	2,026	2,262	2,536
EBITDA	3,506	3,499	3,771	4,086
세전이익	1,862	1,914	2,165	2,453
순이익	1,405	1,440	1,623	1,842
자배주주지분순이익	1,405	1,440	1,623	1,842
EPS(원)	3,698	3,789	4,271	4,848
증감률(%Y/Y)	-8.5	2.5	12.7	13.5
PER(배)	23.7	28.2	23.5	20.7
PBR(배)	2.7	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA(배)	9.1	11.3	9.7	8.8
보고영업이익률(%)	11.2	10.4	11.0	11.5
핵심영업이익률(%)	11.2	10.4	11.0	11.5
ROE(%)	13.5	12.5	13.1	14.0
순부채비율(%)	-13.1	-9.8	-13.2	-16.9

Price Trend



☒ 4Q 실적 Review

에스원 (012750)

예상된 부진, 2018년에는 개선될 전망



〈장 후 실적발표〉 4분기 매출액은 4,971억원(YoY +0.9%), 영업이익은 381억원 (YoY -23.8%)으로 시장기대치를 하회했습니다. 올해는 일회성 비용이 제거되고, 관계사향 매출 비중이 정상화되면서 사업부문별 마진이 회복돼 외형 성장과 이익 개선이 가능할 전망입니다. 하지만 보안업의 경쟁강도가 심화되고 있어, 중장기적인 성장을 위해 잉여현금의 추가적인 활용 방법을 모색할 시점이라는 판단입니다.

>> Point 1. 일회성 비용과 비관계사 비중 증가로 부진한 실적

동사의 4분기 매출액은 4,971억원(YoY +0.9%, QoQ +2.3%), 영업이익은 381억원 (YoY -23.8%, QoQ -32.2%)으로 시장기대치를 하회했다. 매출 부진은 상품판매부문의 대형 관계사 프로젝트의 매출 감소 때문이다. 이는 1) 수주잔고의 증가세가 유지되고, 2) 삼성전자 시안반도체 및 평택투자 수주도 추가적으로 진행되고 있어 정상화될 것으로 전망된다. 영업이익은 1) 인력효율화에 따른 인건비성 비용과 창립기념 선물비용, 출입관리 솔루션 개발비 등 일회성 비용이 반영되고, 2) 상품판매 및 건물관리부문의 비관계사향 매출 비중이 증가하면서 마진이 하락해, 부진한 실적을 기록했다.

>> Point 2. 2018년은 외형 성장과 이익 개선이 가능할 전망

올해 영업이익은 전년대비 11.7% 증가해 전년대비 13.3%p 개선될 전망이다. 일회성 비용이 제거되고, 사업부문별 마진이 회복돼 수익성 역시 0.6%p 개선될 것으로 판단된다. 상품판매부문은 1) 수익기반의 선별적 수주가 증가하고, 2) 얼굴인식 출입관리시스템이 2~3년간 관계사에 보급될 계획이며, 3) 관계사의 CAPEX 투자확대로 관계사향 매출 비중이 정상화되면서 수익성이 회복될 전망이다. 통합보안부문의 관리사이트 확대와 단가 인상도 수익성 회복에 도움이 될 전망이다. 건물관리부문도 관계사 매출 비중이 정상화되고, 성공적인 단가협상이 예상돼 수익성 회복이 가능할 전망이다. ARPU는 11.4만원을 유지했지만, 가입자수는 경쟁사의 가격경쟁이 심화돼 7.3% 감소했다. 하지만 다른 사업부들의 호조로 매출 성장과 이익개선은 가능할 것으로 판단된다.

>> Point 3. 잉여현금의 추가적인 활용 방법을 모색할 시점

4분기 실적은 실망스럽지만, 올해에는 양대 핵심 사업축인 보안과 건물관리부문 모두 실적개선이 가능할 전망이다. 주당배당금은 배당성향을 59%로 확대하면서 전년대비 2배 증가한 2,500원이다. 올해 배당도 비슷한 수준의 배당성향이 유지될 것으로 보여 2,700원이 예상된다. 전년대비 실적개선이 가능하고 배당의 레벨이 크게 상향된 점은 긍정적이다. 하지만 보안업의 경쟁강도가 심화되고 있어, 주주가치제고 외에도 중장기적인 성장을 위해 누적되고 있는 잉여현금의 추가적인 활용 방법을 찾을 필요가 있다.

에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q16		3Q17		4Q17P		당사 추정치		컨센서스	
	발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이			
매출액	4,926	4,857	4,971	0.9%	2.3%	4,973	0.0%	5,054	-1.6%	
GPM	28.5%	28.8%	28.1%	-0.4%p	-0.7%p	28.9%	-0.8%p	0.0%	28.1%	
영업이익	500	562	381	-23.7%	-32.1%	477	-20.2%	519	-26.6%	
OPM	10.1%	11.6%	7.7%	-2.5%p	-3.9%p	9.6%	-1.9%p	10.3%	-2.6%	
세전이익	400	564	331	-17.3%	-41.3%	442	-25.1%	478	-30.8%	
순이익	296	436	246	-17.0%	-43.7%	328	-25.1%	349	-29.5%	

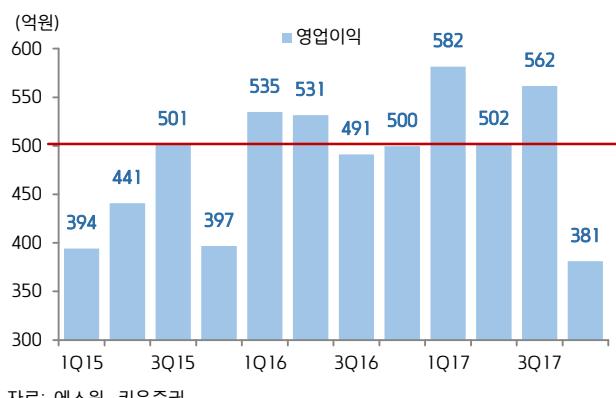
자료: 에스원, 키움증권

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	2018E
ARPU	120	120	119	119	119	116	115	114	114	114	113
유지계약건수(천건)	619	634	647	659	659	675	689	701	711	711	711
yoY	8.8%	8.8%	9.1%	8.8%	8.8%	9.0%	8.7%	8.4%	8.0%	8.0%	7.0%
총매출액	4,355	4,539	4,482	4,926	18,302	4,696	4,899	4,857	4,971	19,424	20,638
보안시스템 서비스	3,535	3,604	3,681	4,053	14,874	3,829	3,988	4,044	4,032	15,893	16,892
건물관리 서비스	1,054	1,176	1,057	1,154	4,441	1,157	1,184	1,119	1,282	4,742	5,079
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	25	23	29	25	102	26	25	30	27	108	113
(내부매출)	260	265	286	305	1,116	316	298	336	370	1,320	1,446
매출원가	2,997	3,156	3,134	3,520	12,808	3,245	3,484	3,458	3,574	13,761	14,683
원가율	68.5%	69.2%	69.6%	71.1%	69.6%	68.7%	70.8%	70.8%	71.5%	70.5%	70.8%
영업이익	535	531	491	500	2,057	582	502	562	381	2,026	2,262
영업이익률	12.3%	11.7%	11.0%	10.1%	11.2%	12.4%	10.2%	11.6%	7.7%	10.4%	11.0%
법인세비용차감전순익	518	501	442	400	1,862	543	476	564	331	1,914	2,165
당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	436	239	1,433	1,623
지배주주지분 당기순이익	392	381	337	296	1,405	401	357	436	239	1,433	1,623
EPS(원)					3,698					3,789	4,271
DPS(원)					1,250					2,500	2,700
배당성향					30.1%					58.7%	56.2%
배당수익률					1.4%					2.3%	2.7%

자료: 에스원, 키움증권

에스원 분기 영업이익 추이



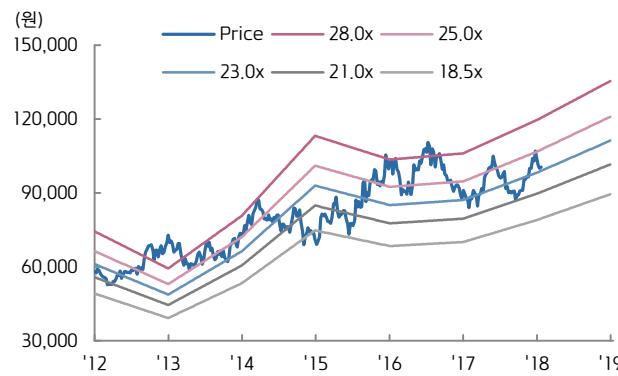
자료: 에스원, 키움증권

에스원 영업이익률 추이



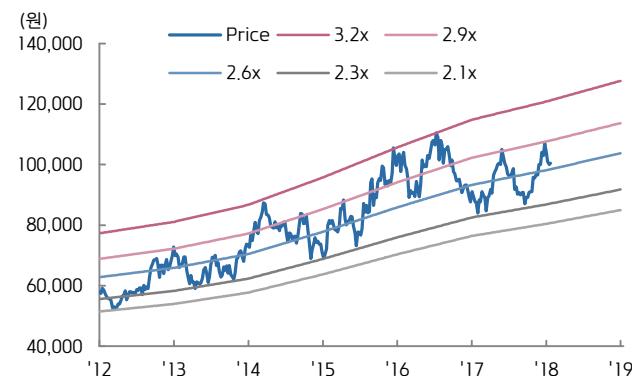
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



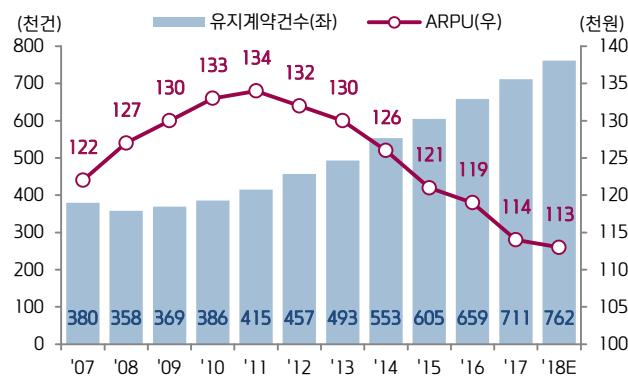
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



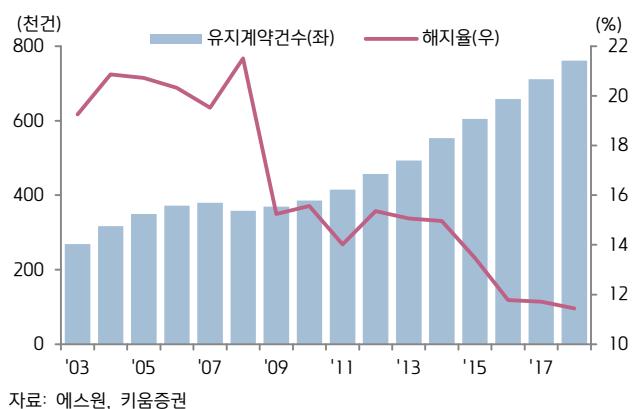
자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이

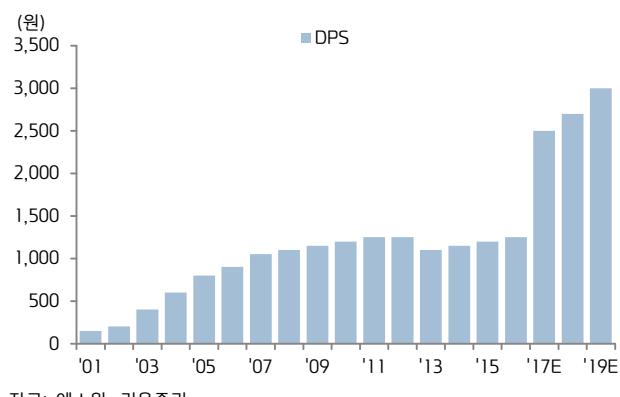


자료: 에스원, 키움증권

가입자수 및 해지율 추이



주당배당금 추이



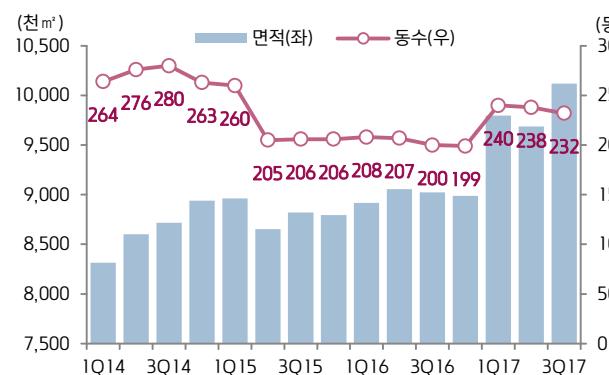
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



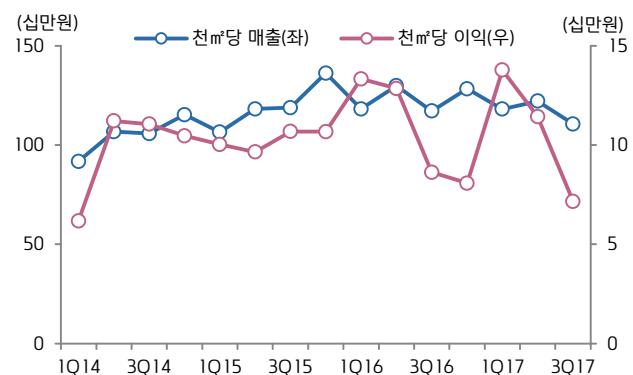
자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 및 동수 추이



자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 당 매출 및 이익 추정



주: 면적당 이익은 영업이익 기준으로 공통비 배분 감안 필요

자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스(Property & Facility Management) 현황 (2017년 3분기 기준)

구분	오피스	연수소	연구소	공장	후생/요양	기타	합계
동수	155	13	16	8	5	35	232
면적(천m ²)	4,205	392	2,175	1,388	445	1,514	10,119

자료: 에스원, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	17,996	18,302	19,424	20,638	22,020
매출원가	12,634	12,808	13,761	14,683	15,668
매출총이익	5,362	5,493	5,663	5,955	6,351
판매비 및 일반관리비	3,636	3,437	3,637	3,693	3,816
영업이익(보고)	1,726	2,057	2,026	2,262	2,536
영업이익(핵심)	1,726	2,057	2,026	2,262	2,536
영업외손익	-164	-195	-112	-97	-82
이자수익	6	18	24	35	47
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	31	36	36
기타	-98	-198	-152	-152	-150
법인세차감전이익	1,562	1,862	1,914	2,165	2,453
법인세비용	368	456	474	542	611
유효법인세율 (%)	23.6%	24.5%	24.8%	25.0%	24.9%
당기순이익	1,554	1,405	1,440	1,623	1,842
지배주주지분순이익(억원)	1,536	1,405	1,440	1,623	1,842
EBITDA	3,199	3,506	3,499	3,771	4,086
현금순이익(Cash Earnings)	3,028	2,855	2,913	3,132	3,392
수정당기순이익	1,596	1,417	1,431	1,609	1,829
증감율(%, YoY)					
매출액	10.1	1.7	6.1	6.3	6.7
영업이익(보고)	13.0	19.2	-1.5	11.7	12.1
영업이익(핵심)	13.0	19.2	-1.5	11.7	12.1
EBITDA	8.8	9.6	-0.2	7.8	8.3
지배주주지분 당기순이익	40.3	-8.5	2.5	12.7	13.5
EPS	40.3	-8.5	2.5	12.7	13.5
수정순이익	31.6	-11.2	1.0	12.5	13.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,179	2,732	2,780	3,246	3,292
당기순이익	1,554	1,405	1,440	1,623	1,842
감가상각비	1,474	1,449	1,473	1,510	1,550
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	2	-4	-2	-3
자산처분손익	57	15	-9	18	19
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	60	-480	-645	-838	-1,045
기타	33	339	526	936	929
투자활동현금흐름	-324	-2,135	-1,768	-1,833	-1,656
투자자산의 처분	1,063	-799	-664	-898	-1,160
유형자산의 처분	1	2	161	321	321
유형자산의 취득	-1,371	-1,336	-1,242	-1,289	-1,265
무형자산의 처분	-18	-2	0	0	0
기타	0	-0	-26	-14	-12
재무활동현금흐름	-2,297	-410	-1,268	-913	-1,014
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	-1,268	-913	-1,014
기타	0	-5	0	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	558	185	-256	500	621
기초현금 및 현금성자산	698	1,256	1,441	1,185	1,684
기말현금 및 현금성자산	1,256	1,441	1,185	1,684	2,306
Gross Cash Flow	3,549	3,932	3,873	4,200	4,518
Op Free Cash Flow	1,464	1,184	1,110	1,078	1,144

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	3,555	4,349	5,561	6,972	8,919
현금 및 현금성자산	1,256	1,441	1,185	1,684	2,306
유동금융자산	175	983	2,117	3,010	4,120
매출채권 및 유동채권	1,568	1,504	1,564	1,679	1,782
재고자산	495	358	494	456	521
기타유동금융자산	62	63	201	142	190
비유동자산	10,389	10,255	9,970	9,594	9,019
장기매출채권 및 기타비유동채권	498	488	527	555	771
투자자산	72	73	77	82	132
유형자산	4,699	4,749	4,561	4,185	3,793
무형자산	4,979	4,786	4,643	4,597	4,137
기타비유동자산	142	158	161	175	186
자산총계	13,944	14,604	15,531	16,566	17,938
유동부채	3,283	2,880	3,243	3,316	3,598
매입채무 및 기타유동채무	1,327	1,200	1,685	1,541	1,768
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,957	1,680	1,558	1,775	1,830
비유동부채	858	724	210	461	725
장기매입채무 및 비유동채무	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	858	724	210	461	725
부채총계	4,141	3,604	3,453	3,778	4,322
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	9,209	10,404	11,482	12,192	13,020
기타자본	-1,527	-1,524	-1,523	-1,523	-1,523
지배주주지분자본총계	9,801	10,999	12,078	12,788	13,616
비지배주주지분자본총계	3	0	0	0	0
자본총계	9,804	10,999	12,078	12,788	13,616
순차입금	-1,256	-1,441	-1,185	-1,684	-2,306
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,043	3,698	3,789	4,271	4,848
BPS	29,891	33,045	35,884	37,752	39,931
주당EBITDA	8,420	9,227	9,207	9,925	10,752
CFPS	8,366	7,189	7,317	8,542	8,663
DPS	1,200	1,250	2,500	2,700	3,000
주가배수(배)					
PER	24.7	23.7	28.2	23.5	20.7
PBR	3.3	2.7	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	11.4	9.1	11.3	9.7	8.8
PCFR	12.5	11.7	14.0	12.2	11.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	11.2	10.4	11.0	11.5
영업이익률(핵심)	9.6	11.2	10.4	11.0	11.5
EBITDA margin	17.8	19.2	18.0	18.3	18.6
순이익률	8.6	7.7	7.4	7.9	8.4
자기자본이익률(ROE)	16.6	13.5	12.5	13.1	14.0
투하자본이익률(ROIC)	20.6	27.0	21.0	19.9	24.0
안정성(%)					
부채비율	42.2	32.8	28.6	29.5	31.7
순차입금비율	-12.8	-13.1	-9.8	-13.2	-16.9
이자보상배율(배)	69.6	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	11.9	12.7	12.7	12.7
재고자산회전율	34.0	42.9	45.6	43.4	45.1
매입채무회전율	13.9	14.5	13.5	12.8	13.3

Compliance Notice

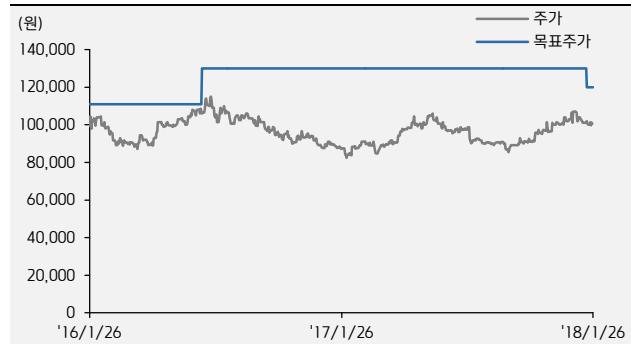
- 당사는 1월 25일 현재 '에스원' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
에스원 (012750)	2015/11/24	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-10.87	-4.95	
	2016/01/28	Outperform (Downgrade)	111,000원	6개월	-12.74	-4.95	
	2016/04/06	Buy(Upgrade)	111,000원	6개월	-12.89	-4.95	
	2016/04/12	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-13.48	-4.95	
	2016/04/29	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-13.09	-4.95	
	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	-26.86	-17.69	
	2018/01/17	Outperform (Downgrade)	120,000원	6개월	-16.18	-15.00	
	2018/01/26	Outperform (Maintain)	120,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%