

에스원(012750)

1Q18 Preview: 수익성 회복, 배당 증대

매수의견과 목표주가 122,000원 유지

에스원에 대한 매수의견과 목표주가 122,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 forward EPS에 목표 PER 25.3배(과거 4년 평균을 4% 할증)를 적용해 산출했다. 매수의 근거는 1분기 실적 회복, 성장성 및 수익성 호전 지속, 신기술 기반 신성장 동력, 주주친화적 배당정책 등 네 가지다. Carlyle이 국내 2위 보안업체 ADT캡스 매각을 추진 중이다. 재무적 투자가가 인수하면 보안시장 구도에 영향이 없을 것이나 전략적 투자가가 인수하면 사물인터넷(IoT) 보안 시장은 경쟁이 심화될 것이다.

1. 1분기 손익 회복

첫째, 1분기 손익 회복으로 모멘텀이 예상된다. 1분기 영업실적은 대체로 시장 컨센서스 수준으로 추정된다. 매출액과 영업이익은 4,893억원, 567억원으로 예상치를 각각 3%, 5.4% 하회할 것이다. 매출액은 전년동기대비 4.2% 늘어날 것이다. 보안 서비스 중 통합보안(인력경비)이 성장을 주도할 전망이다. 영업이익은 사상 최고치를 보인 전년동기에 비해 2.5% 감소할 것이나 전분기대비로는 매출 호조와 기저효과로 48.8% 늘어날 전망이다. 17년 4분기에는 인력 효율화에 따른 비용, 40주년 창립기념 관련 비용, 출입관리 솔루션 개발비용 등 일회적인 비용 150억 원이 반영됐다. 영업이익은 4분기 일회적 비용을 제외해도 6.8% 증가할 것이다.

2. 성장성, 수익성 호조세 지속

둘째, 성장성, 수익성 호조세가 지속될 전망이다. 18년 매출액은 5.8% 증가할 것이다. 18년 보안과 건물관리 매출이 각각 5.7%, 5.8% 늘어 고른 성장이 예상된다. 상품판매 매출이 삼성전자 평택공장 및 베트남, 중국 공장 건설로 10.8% 늘어 보안 매출 성장을 주도할 것이다. 통합보안(인력경비) 매출도 가격 인상과 수주 증가로 6.7% 늘어날 것이다. 18년 영업이익은 전년대비 10.4% 증가할 전망이다. 보안부문의 인건비 절감, 상품판매 및 통합보안 마진 상승 때문이다. 효율적 인력 관리로 보안부문 인건비 부담이 줄어들 것이다. 건물관리 자회사의 인건비 증가는

매수(유지)

목표주가: 122,000원(유지)

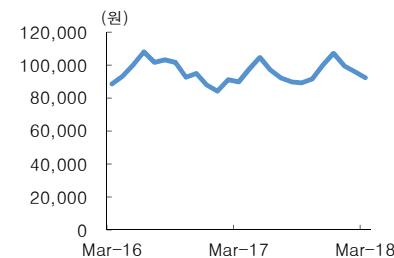
Stock Data

KOSPI(3/8)	2,433
주가(3/8)	92,300
시가총액(십억원)	3,507
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	107,000/84,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,097
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.3/54.9
주요주주(%)	Secom Co Ltd 삼성SDI 외 5 인
	25.7 20.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.1)	1.8	1.9
KOSPI 대비(%p)	(8.2)	(2.0)	(14.2)

주가추이



자료: WISEfn

양종인

jiyang@truefriend.com

조민영

minyoung@truefriend.com

가격 전가로 부담이 상쇄될 것으로 보인다. 상품판매는 수익성 위주 선별 수주와 계열사 비중 상승으로, 통합보안은 가격인상으로 수익성이 호전될 전망이다.

3. 얼굴 인식 출입관리, 스마트 시티 등 신기술 기반 신성장 동력

셋째, 인공지능, 이동통신, 사물인터넷(IoT) 등 ICT 기능을 활용한 얼굴 인식 출입솔루션, 스마트 시티 등 신규 서비스가 성장 동인으로 부상할 것이다. 2017년에 얼굴 인식 및 모바일 차세대 통합출입관리 솔루션(CLES)을 출시했다. 일부 삼성 계열사가 얼굴 인식 솔루션을 도입한 데 이어 포스코가 시범 사용을 시작했다. 편의성이 높고 카드 발급비용 등을 절감할 수 있어 서비스가 빠르게 확산될 것이다. 상품판매와 서비스 운용으로 매출이 크게 늘어날 전망이다. 또한 복합상업시설, 도로, 공항, 발전소, 항만 등 도시 주요 기반시설의 보안솔루션을 통합관리하는 스마트 시티 사업에도 참여할 것이다.

4. 주주친화적 정책으로 배당 메리트 부각

에스원은 17년에 배당성향을 16년 30%에서 59%로 높였다. 17년 배당은 2,500원으로 전년대비 100% 증가했다. 향후 2년간 EPS가 연평균 11.5% 증가할 전망이다. 수익호전과 높은 배당성향 유지로 18년, 19년 배당은 2,800원, 3,100원으로 늘고 배당수익률이 3%, 3.4%에 달할 것이다.

〈표 1〉 연결기준 이익 추이

(단위: 천명, 천원, 십억원, %)

	2017				2018				2017	2018F	1Q18P	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			QoQ	YoY Consensus
보안시스템 가입자수												
유지	675.0	688.9	701.5	711.5	722.7	733.9	744.7	755.2	711.5	755.2	1.6	7.1
순증	16.5	13.9	12.5	10.0	11.3	11.1	10.8	10.5	52.9	43.8	12.5	(31.7)
ARPU	116.5	113.9	113.8	114.3	113.6	112.9	112.2	111.6	114.6	112.6	(0.6)	(2.5)
(증가율, QoQ)	(0.3)	(2.3)	(0.1)	0.4	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(3.7)	(1.8)		
매출액	469.6	489.9	485.7	497.0	489.3	515.3	522.8	528.0	1,942.3	2,055.4	(1.6)	4.2
보안시스템 서비스	383.0	398.8	404.0	403.2	403.1	420.3	429.1	426.5	1,589.0	1,679.0	(0.0)	5.2
시스템 보안	240.9	242.1	245.5	250.7	252.4	254.7	256.9	258.9	979.2	1,022.9	0.7	4.8
상품판매	66.3	81.6	79.6	72.0	71.9	88.5	89.9	81.4	299.5	331.8	(0.1)	8.5
통합보안	71.8	69.9	74.8	78.6	76.6	74.7	79.8	83.6	295.1	314.7	(2.5)	6.7
건물관리	115.7	118.4	111.9	128.2	116.3	123.2	125.3	136.8	474.2	501.7	(9.3)	0.5
콜센터/텔레마케팅	2.5	2.5	3.0	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	10.7	11.0	0.7	8.8
기타	4.0	5.2	4.1	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	15.2	9.6	10.5	(47.5)
내부매출 차감	31.6	29.8	33.6	37.0	32.8	31.0	34.4	38.1	132.0	136.3	(11.3)	3.9
영업이익	58.2	50.2	56.2	38.1	56.7	56.7	55.7	54.6	202.6	223.7	48.8	(2.5)
법인세차감전순이익	54.3	47.6	56.4	33.1	53.5	55.3	52.1	51.6	191.4	212.5	61.6	(1.4)
당기순이익	40.1	35.7	43.6	23.9	40.1	41.5	39.1	38.7	143.3	159.4	67.8	(0.0)
지배주주지분 순이익	40.1	35.7	43.6	23.9	40.1	41.5	39.1	38.7	143.3	159.4	67.8	(0.0)
												41.7

자료: 에스원, 한국투자증권

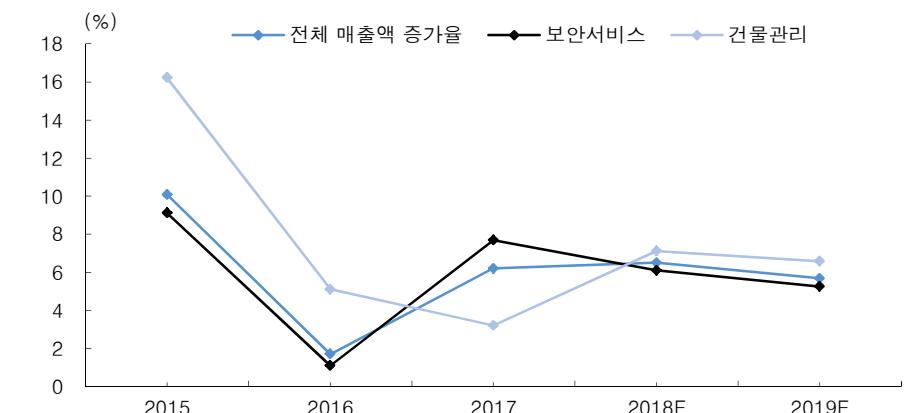
〈표 2〉 EPS와 배당 관련 지표

(단위: 원, %)

	2016	2017	2018F	2019F
EPS	4,157	4,239	4,714	5,273
배당금	1,250	2,500	2,800	3,100
배당성향	30.1	59.0	59.4	58.8
배당수익률	1.4	2.3	3.0	3.4

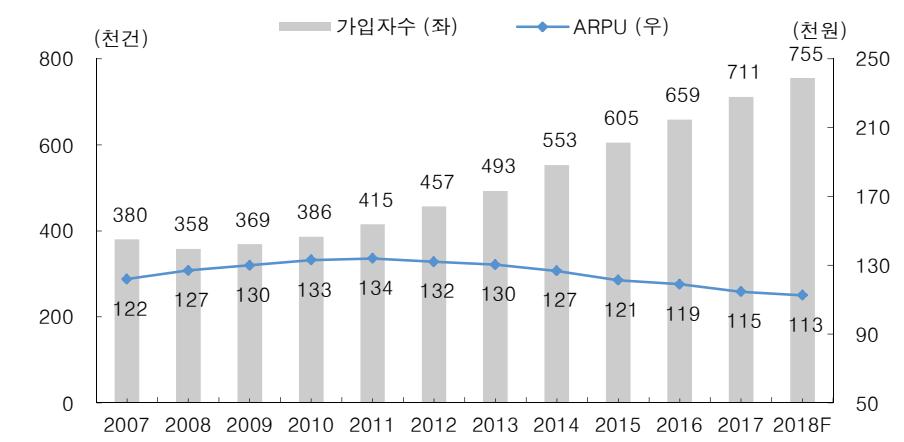
자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 1] 사업부별 매출 증가율



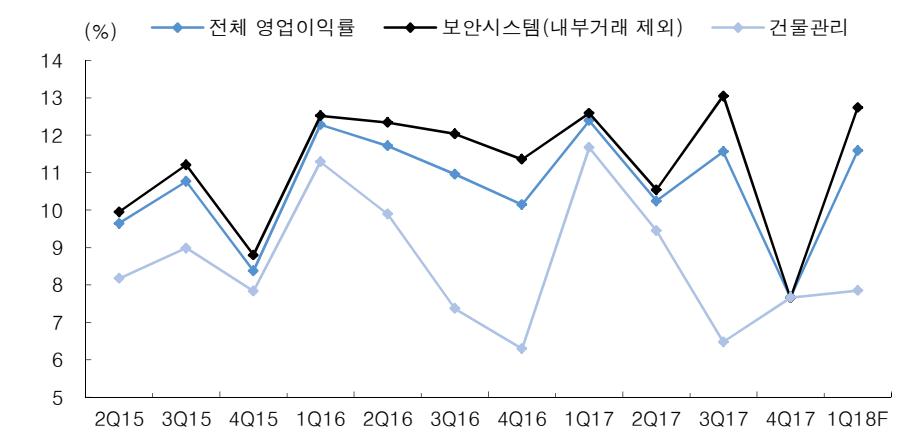
자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 2] 에스원 유지계약건수(가입자)와 가입자당 매출액(ARPU)



자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 3] 부문별 영업이익률



자료: 에스원, 한국투자증권

〈표 3〉 보안 4사의 보안 매출액과 점유율

(단위: 십억원, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
에스원	844	997	1,013	1,246	1,271	1,377	1,386
ADT 캡스	464	513	553	587	627	666	693
KT 텔레캅	217	259	296	238	257	301	314
NSOK	NA	NA	NA	33	28	61	71
Total	1,525	1,769	1,862	2,104	2,183	2,405	2,464
증가율	24.0	16.0	5.3	13.0	3.8	10.2	2.5
Market share							
에스원	55.3	56.3	54.4	59.2	58.2	57.3	56.2
ADT 캡스	30.4	29.0	29.7	27.9	28.7	27.7	28.1
KT 텔레캅	14.2	14.7	15.9	11.3	11.8	12.5	12.7
NSOK	NA	NA	NA	1.6	1.3	2.5	2.9

주: 1. 에스원은 연결 기준, ADT캡스는 12년 이전은 별도, 이후는 연결 기준, KT텔레캅과 NSOK는 개별 기준

2. 에스원은 삼성그룹, KT텔레캅은 KT그룹, NSOK는 SK그룹 계열사이며 ADT캡스는 Carlyle 계열사

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 4〉 보안 4사 손익

(단위: 십억원, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
에스원							
매출액(보안+건물관리)	897.3	1,026.1	1,096.5	1,274.1	1,718.3	1,799.6	1,830.2
영업이익	130.6	167.2	134.6	129.1	172.3	173.3	205.7
영업이익률	14.6	16.3	12.3	10.1	10.0	9.6	11.2
순이익	111.6	134.9	109.2	86.0	118.6	154.2	140.5
순이익률	12.4	13.1	10.0	6.7	6.9	8.6	7.7
보안부문 매출액	843.8	996.6	1,012.8	1,246.1	1,271.2	1,377.1	1,386.0
보안부문 영업이익	122.7	141.1	113.6	110.3	118.7	135.9	166.8
영업이익률	14.5	14.2	11.2	8.9	9.3	9.9	12.0
ADT 캡스							
매출액	372.3	412.2	444.5	587.0	627.0	666.4	693.3
영업이익	52.2	68.3	75.9	87.0	47.7	122.5	135.8
영업이익률	14.0	16.6	17.1	14.8	7.6	18.4	19.6
순이익	38.3	49.5	58.4	44.7	25.8	107.9	40.8
순이익률	10.3	12.0	13.1	7.6	4.1	16.2	5.9
KT 텔레캅							
매출액	216.7	259.3	296.2	238.0	257.0	300.6	313.9
영업이익	7.9	9.5	6.2	7.0	7.5	(6.7)	2.5
영업이익률	3.7	3.7	2.1	2.9	2.9	(2.2)	0.8
순이익	4.9	7.1	2.7	3.8	(6.6)	(7.6)	0.1
순이익률	2.2	2.7	0.9	1.6	(2.6)	(2.5)	0.0
NSOK							
매출액	NA	NA	NA	33.3	28.2	61.1	71.2
영업이익	NA	NA	NA	(2.4)	5.5	5.7	5.8
영업이익률(%)	NA	NA	NA	(7.2)	19.6	9.3	8.1
순이익	NA	NA	NA	(2.0)	4.3	5.6	7.0
순이익률(%)	NA	NA	NA	(5.9)	15.2	9.2	9.8

주: 에스원은 연결 기준, ADT캡스는 12년 이전은 별도, 이후는 연결 기준, KT텔레캅과 NSOK는 개별 기준

자료: 각사, 한국투자증권

기업개요

에스원은 1977년 11월 한국경비실업 주식회사로 설립되어 1981년에 국내 최초로 시스템경비 영업을 시작했다. 2013년 11월에 삼성물산(합병 전 에버랜드)으로부터 건물관리사업을 양수했다. 2015년 8월 정보보안 업체인 시큐아이를 삼성 SDS에 매각했다. 2017년 기준 보안시스템, 건물관리, 콜센터 사업의 매출 비중은 각각 75.3%, 24.2%, 0.5%다. 주력 사업인 보안서비스는 70만 가입자를 확보했다. 매출기준 국내 시장점유율이 56%에 달하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	356	435	554	689	857
현금성자산	126	144	233	329	371
매출채권및기타채권	157	151	160	169	218
재고자산	49	36	38	40	43
비유동자산	1,039	1,025	1,055	1,085	1,118
투자자산	7	6	6	7	7
유형자산	470	475	471	467	462
무형자산	498	479	508	538	571
자산총계	1,394	1,460	1,609	1,774	1,975
유동부채	328	288	353	429	532
매입채무및기타채무	227	218	231	245	260
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	86	72	77	81	86
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	414	360	430	510	618
지배주주지분	980	1,100	1,179	1,264	1,357
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	193	193	193	193	193
기타자본	(156)	(156)	(156)	(156)	(156)
이익잉여금	921	1,040	1,099	1,164	1,237
비지배주주지분	0	0	(0)	(0)	(0)
자본총계	980	1,100	1,179	1,264	1,357

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,800	1,830	1,942	2,055	2,182
매출원가	1,263	1,281	1,376	1,426	1,507
매출총이익	536	549	566	629	675
판매관리비	364	344	364	406	429
영업이익	173	206	203	224	246
금융수익	1	2	3	4	4
이자수익	1	2	2	2	3
금융비용	3	0	0	0	0
이자비용	2	0	0	0	0
기타영업외손익	(14)	(21)	(14)	(15)	(13)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	156	186	191	213	238
법인세비용	37	46	48	53	59
연결당기순이익	155	141	143	159	178
지배주주지분순이익	154	141	143	159	178
기타포괄이익	(8)	20	20	20	20
총포괄이익	147	161	163	179	198
지배주주지분포괄이익	146	161	163	179	198
EBITDA	320	351	348	370	393

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	318	273	342	368	375
당기순이익	155	141	143	159	178
유형자산감가상각비	147	145	146	146	147
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	6	(48)	52	63	50
기타	10	35	1	0	0
투자활동현금흐름	(32)	(214)	(168)	(178)	(228)
유형자산투자	(137)	(134)	(142)	(142)	(142)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	106	(80)	20	20	20
무형자산순증	(2)	(0)	(29)	(30)	(33)
기타	1	0	(17)	(26)	(73)
재무활동현금흐름	(230)	(41)	(85)	(95)	(105)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(190)	0	0	0	0
배당금지급	(40)	(41)	(42)	(85)	(95)
기타	0	0	(43)	(10)	(10)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	56	19	89	96	42

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,544	4,157	4,239	4,714	5,273
BPS	29,891	33,045	35,122	37,353	39,815
DPS	1,200	1,250	2,500	2,800	3,100
성장성(%), YoY					
매출증가율	10.1	1.7	6.1	5.8	6.2
영업이익증가율	13.0	19.2	(1.5)	10.4	10.0
순이익증가율	40.3	(8.5)	2.0	11.2	11.9
EPS증가율	40.3	(8.5)	2.0	11.2	11.9
EBITDA증가율	8.8	9.6	(0.6)	6.1	6.3
수익성(%)					
영업이익률	9.6	11.2	10.4	10.9	11.3
순이익률	8.5	7.7	7.4	7.8	8.2
EBITDA Margin	17.8	19.2	17.9	18.0	18.0
ROA	10.9	9.8	9.3	9.4	9.5
ROE	16.6	13.5	12.6	13.1	13.6
배당수익률	1.2	1.4	2.3	3.0	3.4
배당성향	26.4	30.1	59.0	59.4	58.8
안정성					
순차입금(십억원)	(143)	(242)	(350)	(473)	(589)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	21.9	21.1	25.2	19.6	17.5
PBR	3.3	2.7	3.0	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.9	8.4	10.2	7.8	7.0

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
에스원(012750)	2016.01.27	매수	112,000원	-14.6	-6.7
	2016.06.16	매수	123,000원	-11.9	-6.5
	2016.07.21	매수	135,000원	-27.1	-18.5
	2016.12.29	매수	122,000원	-23.1	-12.3
	2017.12.29	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 8일 현재 에스원 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.