



BUY(Upgrade)

목표주가: 120,000원

주가(5/8): 92,800원

시가총액: 35,263억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/8)		2,449.81pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	107,000원	85,500원
등락률	-13.27%	8.54%
수익률	절대	상대
1M	-3.7%	-4.5%
6M	-4.7%	-0.7%
1Y	-8.1%	-14.0%

Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	55.95%
배당수익률(18E)	2.91%
BPS(18E)	37,708원
주요 주주	일본SECOM 25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인 20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,423	20,437	21,598	22,852
보고영업이익	2,026	2,182	2,362	2,580
핵심영업이익	2,026	2,182	2,362	2,580
EBITDA	3,500	3,693	3,914	4,177
세전이익	1,914	2,057	2,239	2,480
순이익	1,433	1,538	1,674	1,854
지배주주지분순이익	1,433	1,538	1,674	1,854
EPS(원)	3,772	4,048	4,406	4,879
증감률(Y%Y)	2.0	7.3	8.9	10.7
PER(배)	28.4	22.9	21.1	19.0
PBR(배)	3.0	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA(배)	11.1	9.0	8.3	7.7
보고영업이익률(%)	10.4	10.7	10.9	11.3
핵심영업이익률(%)	10.4	10.7	10.9	11.3
ROE(%)	12.4	12.4	12.7	13.3
순부채비율(%)	-14.2	-17.1	-19.8	-22.0

Price Trend



SKT의 ADT캡스 인수

에스원 (012750)

SKT의 ADT캡스 인수가 에스원에 미치는 영향



〈Update〉 동사의 1분기 매출액은 4,900억원(YoY +4.4%), 영업이익은 569억원(YoY -2.2%)을 기록할 전망이다. SKT의 ADT캡스 인수로 동사에 강력한 경쟁자가 나타났습니다. 하지만 1) 당분간 여전히 굳건한 M/S 1가 가능해 보이고, 2) 단기적으로 KT텔레캅과의 경쟁강도 심화가 예상되며, 3) 에스원 역시 ICT를 활용한 보안영역 확장에 적극적으로 나서고 있어 영향은 제한적이라는 판단입니다.

>>> Point 1. 연간으로 전년대비 7.7% 증가한 영업이익 전망

동사의 1분기 매출액은 4,900억원(YoY +4.4%, QoQ -1.4%), 영업이익은 569억원(YoY -2.2%, QoQ +49.3%)을 기록할 전망이다. 사상 최고치를 기록한 전년대비 소폭 감소했지만, 전반적인 사업부문의 매출 호조로 매출액은 전년대비 증가할 전망이다. 일회성 비용이 반영된 4분기 대비로는 수익성이 개선됐으며, 연간으로는 전년대비 7.7% 증가한 영업이익을 기록할 전망이다.

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

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 성장 및 수익성 회복에 도움이 될 전망이다. 건물관리부문의 경우 용역 외주업체가 최저임금인상에 따른 영향을 받아 비용이슈가 발생될 전망이다. 관계사 매출 비중이 정상화되고, 최저임금효과를 반영한 성공적인 단가협상이 예상돼 수익성 회복이 가능할 전망이다.

>>> Point 3. SKT의 ADT인수가 동사에 미치는 영향은 제한적

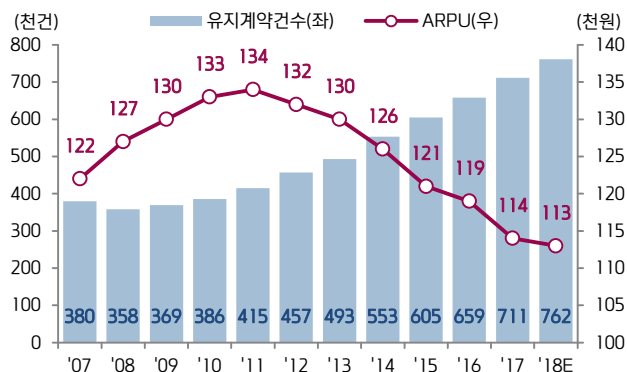
SKT는 8일 맥쿼리와 공동으로 ADT캡스 지분 100%를 1조 2,760원에 인수하기로 했다. 보안을 Home 시장의 핵심 자산으로 활용하여 고도화된 Home 서비스 제공을 목표로 하고 있다. 이를 위해 AI, 빅데이터, IoT, 블록체인 등 자체 역량에 ADT캡스의 물리보안을 결합한 통합 보안시스템을 구축해 4분기 이후 출시할 예정이다. 자금력과 ICT, 통신인프라를 갖춘 SKT가 보안시장에 진출하면서 상당한 파급력이 예상된다. 100% 손자회사인 NSOK와의 시너지 창출에도 주력하면서, 동사에 상당히 강력한 경쟁자가 될 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 동사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 주된 이유는 첫째, CAGR 7.5%로 예상되는 국내 물리보안 시장의 성장성을 감안해 ADT캡스의 매출을 추정해보면, SKT가 목표로 하는 2021년 1조 매출에 부합한다. 출혈경쟁보다 시장 성장분만큼의 안정적인 성장이 목표인 것으로 파악된다. 에스원의 경우에는 ARPU 하락을 반영해 보수적으로 4.5%의 GAGR을 반영하면, 17년 대비 2.8%의 M/S하락이 예상되지만 당분간 여전히 굳건한 1위를 유지할 수 있을 것으로 전망된다. 둘째, Home 시장에 주력하겠다는 SKT의 방침에 비춰보면 대형상점과 법인 등을 대상으로 하는 에스원보다는, 단기적으로는 Home 및 소호를 주요 target으로 하는 KT텔레캅과의 경쟁강도가 심화될 것으로 보인다. 셋째, 최근 보안산업은 단순 물리보안에서 ICT와 결합되면서 New ICT 기술이 핵심 경쟁요소인 기술집약적 산업으로 진화 중이다. 에스원 역시 이에 발맞춰 딥러닝 기술이 탑재된 얼굴인식 출입관리시스템에 이어 최근에는 도시 주요 기반시설에 지능형 영상감시와 교통 위험 정보를 제공하는 스마트시티 솔루션을 공개하는 등 보안영역 확장에 적극적으로 나서고 있다. 마지막으로, 1) 60% 수준의 배당성향을 유지함에 따라 3%의 배당수익률이 기대되고, 2) ADT캡스의 EV가 2.97조원, EV/EBITDA 11배 수준으로 인수되면서 현재 9배 수준인 동사의 경우 추가적인 업사이드가 존재한다. 다만, 강력한 경쟁자를 대비해 보유현금으로 신규사업 및 M&A에 활용하면서 신규 성장성에 대한 비전을 시장에 제시할 필요가 있다.

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
ARPU	116	115	114	114	114	113	113	113	113	113	112
유지계약건수(천건)	675	689	701	711	711	726	739	752	762	762	810
yoy	9.0%	8.7%	8.4%	8.0%	8.0%	7.6%	7.3%	7.2%	7.0%	7.0%	6.3%
총매출액	4,696	4,899	4,857	4,970	19,423	4,900	5,125	5,136	5,275	20,437	21,598
보안시스템 서비스	3,829	3,988	4,044	4,032	15,894	4,016	4,217	4,294	4,265	16,792	17,814
건물관리 서비스	1,157	1,184	1,119	1,282	4,742	1,221	1,240	1,203	1,410	5,074	5,455
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	26	25	30	26	107	27	26	32	27	112	116
(내부매출)	316	298	336	370	1,320	364	357	393	428	1,541	1,786
매출원가	3,245	3,484	3,458	3,573	13,760	3,430	3,665	3,656	3,729	14,479	15,310
원가율	69.1%	71.1%	71.2%	71.9%	70.8%	70.0%	71.5%	71.2%	70.7%	70.9%	70.9%
영업이익	582	502	562	381	2,026	569	525	595	493	2,182	2,362
영업이익률	12.4%	10.2%	11.6%	7.7%	10.4%	11.6%	10.2%	11.6%	9.4%	10.7%	10.9%
법인세비용차감전손익	543	476	564	331	1,914	537	497	573	449	2,057	2,239
당기순이익	401	357	436	239	1,433	398	373	441	326	1,538	1,674
지배주주지분 당기순이익	401	357	436	239	1,433	398	373	441	326	1,538	1,674
EPS(원)					3,772					4,048	4,406
DPS(원)					2,500					2,700	2,900
배당성향					59.0%					59.4%	58.6%
배당수익률					2.3%					2.9%	3.1%

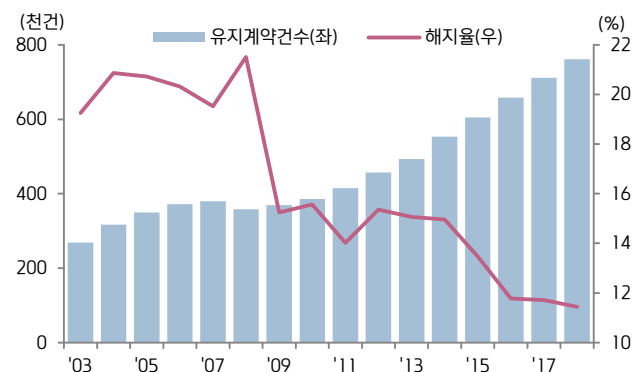
자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



자료: 에스원, 키움증권

가입자수 및 해지율 추이



자료: 에스원, 키움증권

주요 보안업체의 물리보안 시장 규모를 반영한 매출액 추이 전망 (단위: 억원)

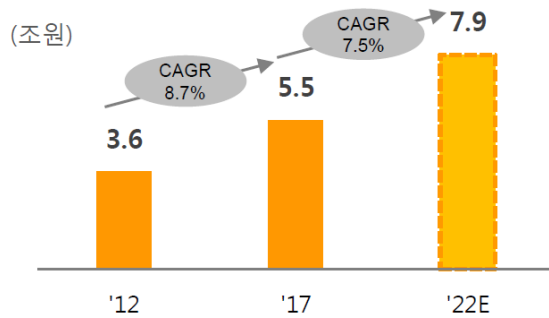
구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
에스원	8,693	9,966	10,624	12,461	13,485	14,654	14,874	15,893	16,609	17,356	18,137	18,953
yoy									4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ADT캡스	3,723	4,122	4,445	5,870	6,270	6,664	6,933	7,217	7,758	8,340	8,966	9,638
NSOK				282	333	611	712	934	1,004	1,079	1,160	1,247
KT텔레캅	1,715	1,844	2,070	2,374	2,545	2,952	3,077	3,090	3,322	3,571	3,838	4,126
yoy									7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
에스원	61.5%	62.6%	62.0%	59.4%	59.6%	58.9%	58.1%	58.6%	57.9%	57.2%	56.5%	55.8%
ADT캡스	26.3%	25.9%	25.9%	28.0%	27.7%	26.8%	27.1%	26.6%	27.0%	27.5%	27.9%	28.4%
NSOK	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	1.5%	2.5%	2.8%	3.4%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%
KT텔레캅	12.1%	11.6%	12.1%	11.3%	11.2%	11.9%	12.0%	11.4%	11.6%	11.8%	12.0%	12.1%
합계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

주1: 에스원은 ARPU 하락을 반영해 보수적으로 4.5% 반영

주2: ADT캡스, NSOK, KT텔레캅은 국내 물리보안 시장에서 예상되는 7.5% 성장 반영

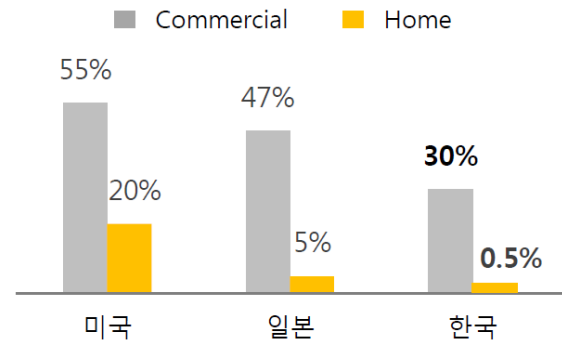
자료: 에스원, 키움증권

국내 물리보안 시장 규모



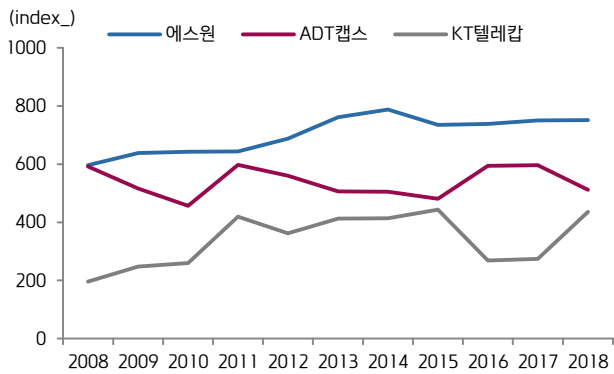
자료: Freedonia Research, SKT, 키움증권

보안 서비스 보급률 (2017년 기준)



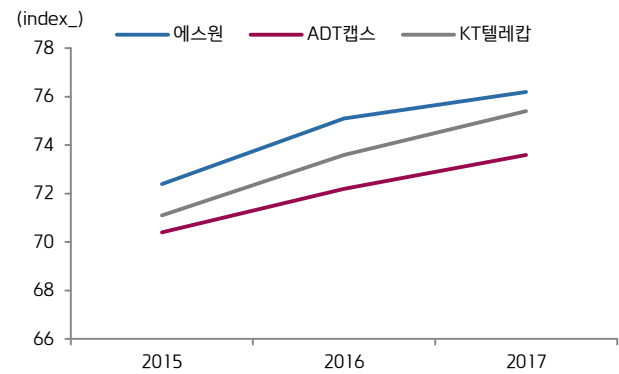
자료: LEK Consulting, SKT, 키움증권

K-BPI(Korea Brand Power Index) 추이



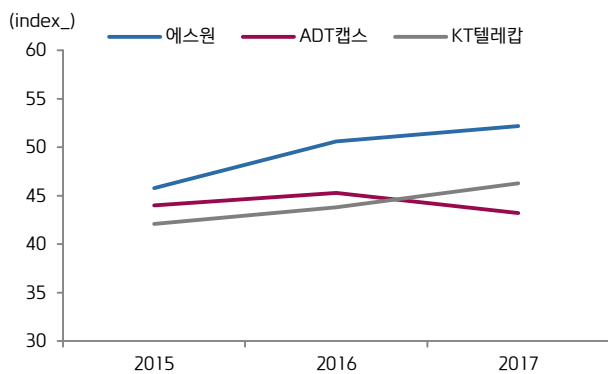
자료: 에스원, 키움증권

KCSI(Korea Customer Satisfaction Index) 추이



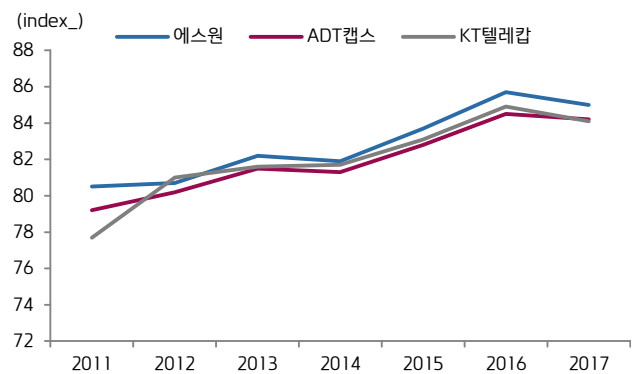
자료: 에스원, 키움증권

KNPS(Korea Net Promoter Score) 추이



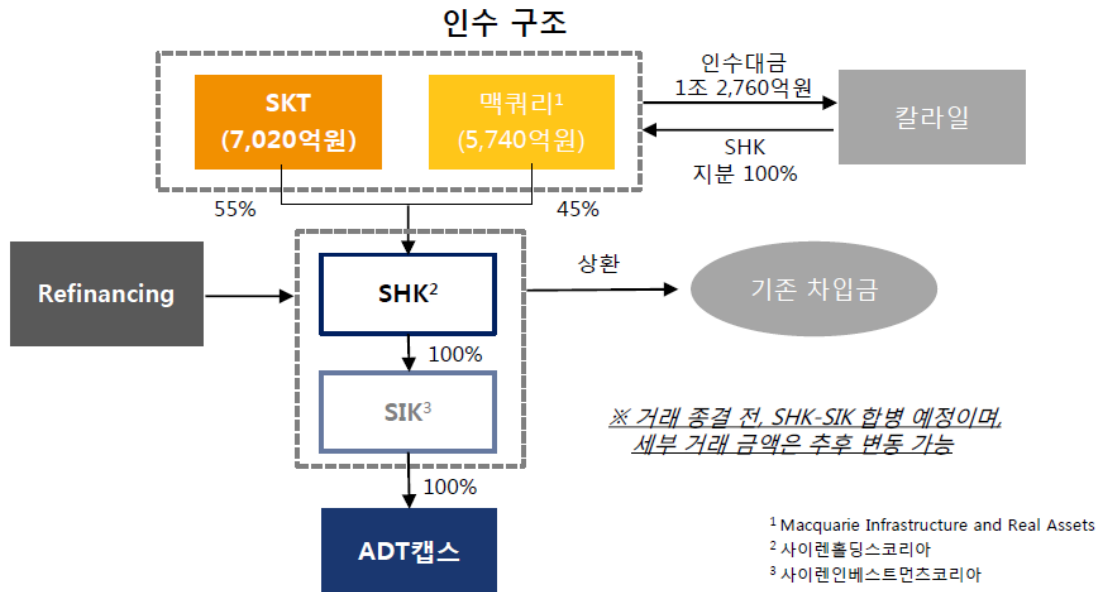
자료: 에스원, 키움증권

KS-SQI(Korean Standard-Service Quality Index)



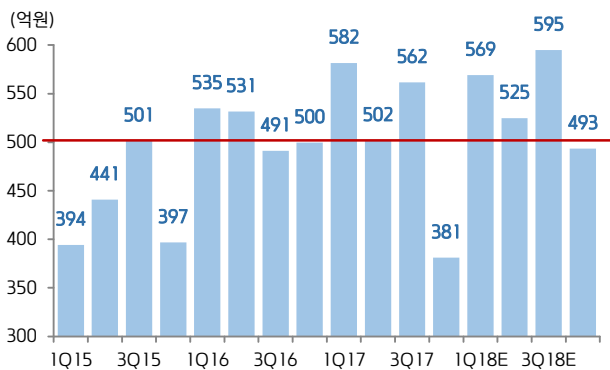
자료: 에스원, 키움증권

SKT의 ADT캡스 인수 구조



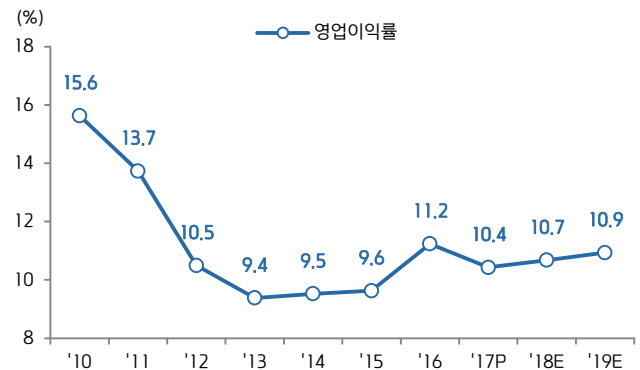
자료: SKT, 키움증권

에스원 분기 영업이익 추이 전망



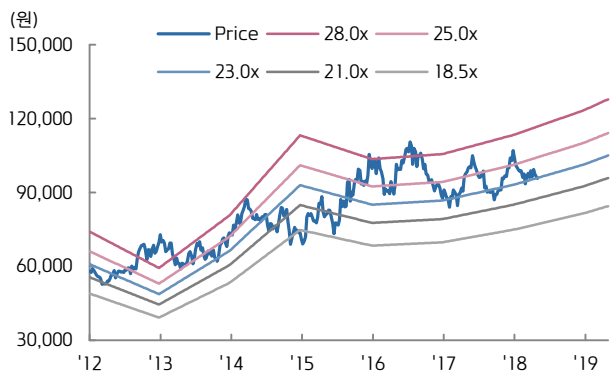
자료: 에스원, 키움증권

에스원 영업이익률 추이



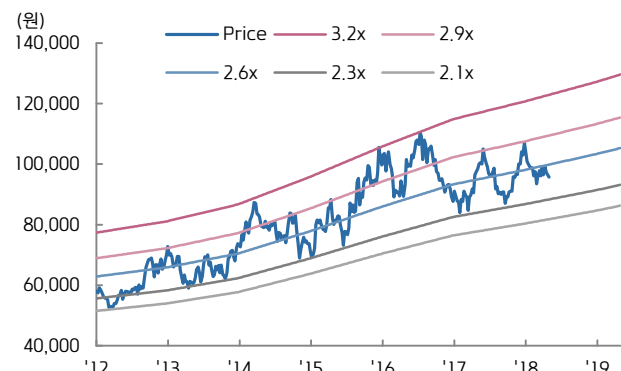
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



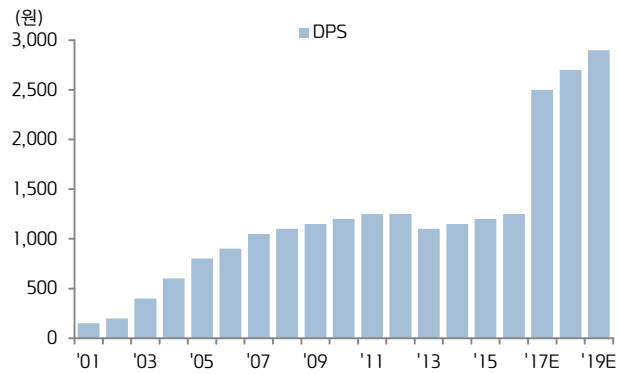
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



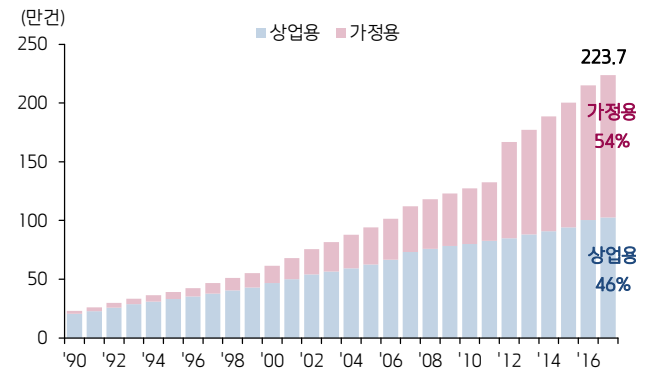
자료: 에스원, 키움증권

주당배당금 추이



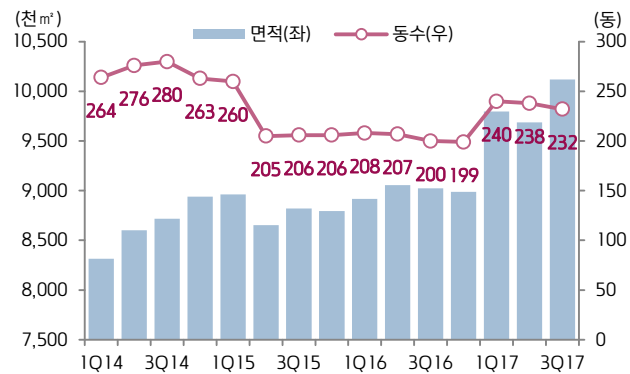
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



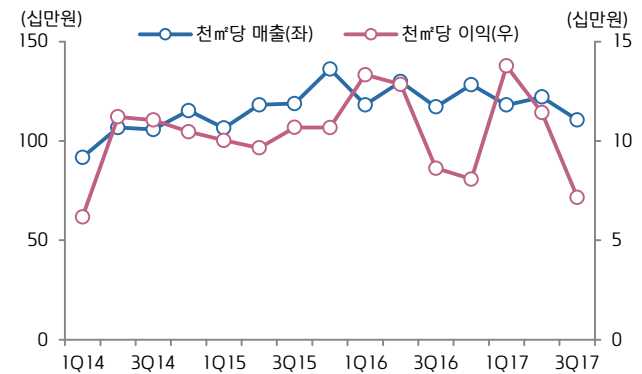
자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 및 동수 추이



자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 당 매출 및 이익 추정



주: 면적당 이익은 영업이익의 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(천㎡)	4,205	392	2,175	1,388	445	1,514	10,119

자료: 에스원, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,302	19,423	20,437	21,598	22,852
매출원가	12,808	13,760	14,479	15,310	16,181
매출총이익	5,493	5,663	5,957	6,288	6,671
판매비및일반관리비	3,437	3,637	3,775	3,926	4,091
영업이익(보고)	2,057	2,026	2,182	2,362	2,580
영업이익(핵심)	2,057	2,026	2,182	2,362	2,580
영업외손익	-195	-112	-124	-122	-100
이자수익	18	34	43	53	63
배당금수익	0	1	0	0	1
외환이익	37	34	35	36	35
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	37	44	36	39	39
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-15	34	-12	2	8
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-198	-171	-156	-175	-167
법인세차감전이익	1,862	1,914	2,057	2,239	2,480
법인세비용	456	481	519	565	626
유효법인세율 (%)	24.5%	25.1%	25.2%	25.2%	25.3%
당기순이익	1,405	1,433	1,538	1,674	1,854
지배주주지분순이익(억원)	1,405	1,433	1,538	1,674	1,854
EBITDA	3,506	3,500	3,693	3,914	4,177
현금순이익(Cash Earnings)	2,855	2,908	3,050	3,226	3,451
수정당기순이익	1,417	1,408	1,547	1,672	1,848
증감율(% YoY)					
매출액	1.7	6.1	5.2	5.7	5.8
영업이익(보고)	19.2	-1.5	7.7	8.2	9.2
영업이익(핵심)	19.2	-1.5	7.7	8.2	9.2
EBITDA	9.6	-0.2	5.5	6.0	6.7
지배주주지분 당기순이익	-8.5	2.0	7.3	8.9	10.7
EPS	-8.5	2.0	7.3	8.9	10.7
수정순이익	-11.2	-0.6	9.8	8.1	10.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,349	5,753	6,789	8,055	9,247
현금및현금성자산	1,441	1,711	2,179	2,676	3,171
유동금융자산	983	2,084	2,654	3,259	3,862
매출채권및유동채권	1,504	1,480	1,469	1,598	1,666
재고자산	358	412	416	449	470
기타유동비금융자산	63	66	70	74	78
비유동자산	10,255	10,062	9,906	9,838	9,616
장기매출채권및기타비유동채권	488	514	543	756	800
투자자산	73	172	131	130	137
유형자산	4,749	4,624	4,482	4,322	4,155
무형자산	4,786	4,589	4,576	4,446	4,330
기타비유동자산	158	163	174	184	195
자산총계	14,604	15,815	16,695	17,893	18,864
유동부채	2,880	2,928	3,148	3,442	3,578
매입채무및기타유동채무	1,200	1,209	1,305	1,513	1,527
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,680	1,719	1,842	1,929	2,051
비유동부채	724	809	776	918	880
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	724	809	776	918	880
부채총계	3,604	3,737	3,924	4,360	4,458
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	10,404	11,485	12,178	12,939	13,813
기타자본	-1,524	-1,526	-1,526	-1,526	-1,526
지배주주지분자본총계	10,999	12,078	12,771	13,532	14,406
비지배주주지분자본총계	0	0	0	-0	-0
자본총계	10,999	12,078	12,771	13,532	14,406
순차입금	-1,441	-1,711	-2,179	-2,676	-3,171
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,732	2,942	3,046	3,062	3,165
당기순이익	1,405	1,433	1,538	1,674	1,854
감가상각비	1,449	1,475	1,512	1,552	1,597
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	1	1	3	4
자산처분손익	15	-34	12	-2	-8
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-480	-437	-348	-475	-562
기타	339	504	331	309	280
투자활동현금흐름	-2,135	-2,247	-1,732	-1,652	-1,690
투자자산의 처분	-799	-1,130	-540	-606	-615
유형자산의 처분	2	101	84	84	84
유형자산의 취득	-1,336	-1,221	-1,279	-1,250	-1,264
무형자산의 처분	-2	-3	0	0	0
기타	-0	0	-11	-10	-11
재무활동현금흐름	-410	-423	-845	-913	-980
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-406	-423	-845	-913	-980
기타	-5	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	185	270	468	496	495
기초현금및현금성자산	1,256	1,441	1,711	2,179	2,676
기말현금및현금성자산	1,441	1,711	2,179	2,676	3,171
Gross Cash Flow	3,932	3,867	4,109	4,315	4,589
Op Free Cash Flow	1,184	1,331	1,516	1,593	1,699

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,698	3,772	4,048	4,406	4,879
BPS	33,045	35,884	37,708	39,711	42,009
주당EBITDA	9,227	9,212	9,720	10,300	10,992
CFPS	7,189	7,742	8,016	8,057	8,330
DPS	1,250	2,500	2,700	2,900	3,200
주가배수(배)					
PER	23.7	28.4	22.9	21.1	19.0
PBR	2.7	3.0	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	9.1	11.1	9.0	8.3	7.7
PCFR	11.7	14.0	11.6	10.9	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.2	10.4	10.7	10.9	11.3
영업이익률(핵심)	11.2	10.4	10.7	10.9	11.3
EBITDA margin	19.2	18.0	18.1	18.1	18.3
순이익률	7.7	7.4	7.5	7.8	8.1
자기자본이익률(ROE)	13.5	12.4	12.4	12.7	13.3
투자자본이익률(ROIC)	27.0	26.9	30.8	35.1	40.3
안정성(%)					
부채비율	32.8	30.9	30.7	32.2	30.9
순차입금비율	-13.1	-14.2	-17.1	-19.8	-22.0
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	11.9	13.0	13.9	14.1	14.0
재고자산회전율	42.9	50.4	49.4	50.0	49.8
매입채무회전율	14.5	16.1	16.3	15.3	15.0

Compliance Notice

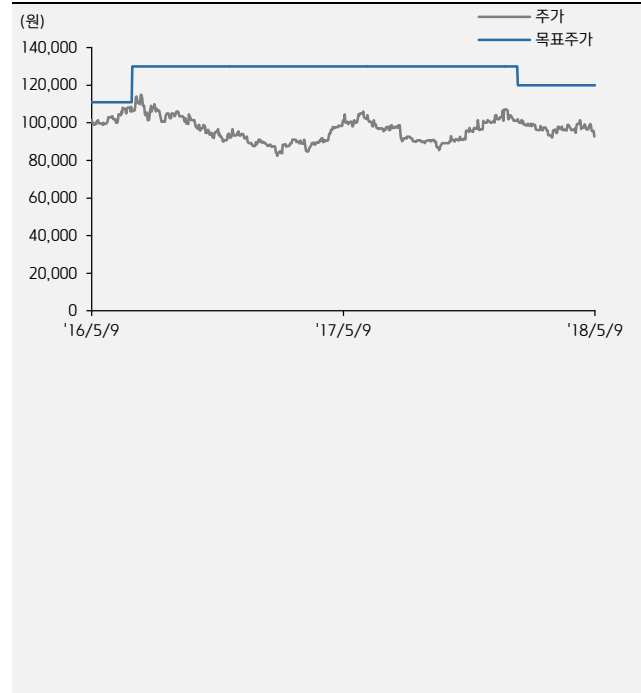
- 당사는 5월 8일 현재 '에스원' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에스원 (012750)	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	-26.86	-17.69
	2018/01/17	Outperform (Downgrade)	120,000원	6개월	-16.18	-15.00
	2018/01/26	Outperform (Maintain)	120,000원	6개월	-18.88	-15.00
	2018/05/09	Buy(Upgrade)	120,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%