



BUY(Maintain)

목표주가: 120,000원
주가(5/10): 92,900원

시가총액: 35,301억원

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

Stock Data

KOSPI (5/10)		2,464.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	107,000원	85,500원
등락률	-13.18%	8.65%
수익률	절대	상대
1M	-4.3%	-4.8%
6M	-2.8%	0.3%
1Y	-8.9%	-16.1%

Company Data

발행주식수	37,999천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	55.99%
배당수익률(18E)	2.91%
BPS(18E)	37,775원
주요 주주	일본SECOM 25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인 20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,423	20,342	21,427	22,609
보고영업이익	2,026	2,163	2,337	2,548
핵심영업이익	2,026	2,163	2,337	2,548
EBITDA	3,500	3,675	3,889	4,145
세전이익	1,914	2,097	2,234	2,474
순이익	1,433	1,563	1,668	1,846
지배주주지분순이익	1,433	1,563	1,668	1,846
EPS(원)	3,772	4,115	4,391	4,859
증감률(%Y Y)	2.0	9.1	6.7	10.7
PER(배)	28.4	22.6	21.2	19.1
PBR(배)	3.0	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA(배)	11.1	9.0	8.4	7.8
보고영업이익률(%)	10.4	10.6	10.9	11.3
핵심영업이익률(%)	10.4	10.6	10.9	11.3
ROE(%)	12.4	12.6	12.7	13.2
순부채비율(%)	-14.2	-17.1	-19.8	-22.0

Price Trend



에스원 (012750)

양호한 실적, SKT의 ADT인수 영향은 제한적



〈장 후 실적발표〉 동사의 1분기 매출액은 4,803억원(YoY +2.3%), 영업이익은 575억원(YoY -1.1%)으로 양호한 실적을 기록했습니다. SKT의 ADT캡스 인수로 강력한 경쟁자가 나타났습니다. 하지만 1) 당분간 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. 우려 대비 양호한 실적 기록

동사의 1분기 매출액은 4,803억원(YoY +2.3%, QoQ -3.4%), 영업이익은 575억원(YoY -1.1%, QoQ -50.9%)으로 시장기대치에 부합했다. 상품판매 및 통합보안의 실적개선에 의해 꾸준한 성장을 보여주고 있으며, 원가경쟁력 제고 및 단가 인상으로 사상최대 분기 실적을 기록한 전년대비 양호한 수익성을 유지했다.

>>> Point 2. 하반기로 갈수록 양호한 실적 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. 관리사이트 확대와 단가 인상으로 통합보안부문은 연중 양호한 실적이 유지될 것으로 판단된다. 건물관리부문의 경우 수선성 공사 및 설비매출 감소 영향으로 매출이 감소했고, 관계사향 비중 감소로 수익성 역시 부진했다. 다만, 성공적인 단가협상이 예상돼 하반기로 갈수록 매출 및 수익성은 개선될 전망이다. 또한 용역 외주업체가 최저임금인상에 따른 영향을 받을 전망이다, 관계사 매출 비중이 정상화되고, 최저임금효과를 반영한 성공적인 단가협상이 예상돼 큰 영향은 없을 것으로 예상된다.

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

SKT가 ADT캡스 인수로 보안시장에 진출하면서 동사의 주가는 최근 크게 하락했다. 동사의 강력한 경쟁자이면서 보안시장에 상당한 파급력이 예상된다는 점은 분명하지만, 동사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 주된 이유는 첫째, 동사의 경우 시장의 성장성 대비 ARPU 하락을 반영해 보수적으로 4.5%의 GAGR을 반영하면, 17년 대비 2.8%의 M/S하락이 예상되지만 1위를 유지할 수 있을 것으로 전망된다. 둘째, 단기적으로는 Home 및 소호를 주요 target으로 하는 KT텔레캅과의 경쟁강도가 심화될 것으로 보인다. 셋째, 최근 보안산업은 New ICT 기술이 핵심 경쟁요소인 기술집약적 산업으로 진화 중이다. 동사 역시 이에 발맞춰 얼굴인식 출입관리시스템, 스마트시티 솔루션 등 보안영역 확장에 적극적이다. 마지막으로, 1) 60% 수준의 배당성향을 유지함에 따라 3%의 배당수익률이 기대되고, 2) ADT캡스가 EV/EBITDA 11배 수준으로 인수되면서 현재 9배 수준인 동사는 업사이드가 존재한다. 다만, 강력한 경쟁자를 대비해 보유현금으로 신규사업 및 M&A에 활용하면서 신규 성장성에 대한 비전을 시장에 제시할 필요가 있다.

에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	1Q17	4Q17	1Q18P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	4,696	4,970	4,803	2.3%	-3.4%	4,900	-2.0%	4,897	-1.9%
GPM	30.9%	28.1%	29.0%	-1.8%p	0.9%p	30.0%	-1%p	0.0%	29%p
영업이익	582	381	575	-1.1%	50.9%	569	1.1%	568	1.2%
OPM	12.4%	7.7%	12.0%	-0.4%p	4.3%p	9.6%	2.4%p	11.6%	0.4%p
세전이익	543	331	602	10.9%	81.9%	537	12.0%	535	12.6%
순이익	401	239	441	9.9%	84.5%	398	10.9%	400	10.4%

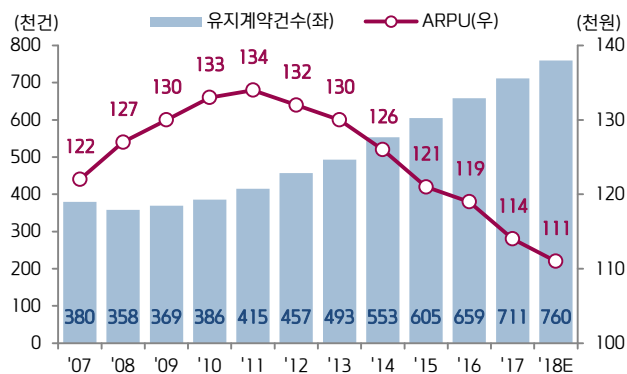
자료: 에스원, 키움증권

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
유지계약건수(천건)	675	689	701	711	711	724	737	750	760	760	808
yoy	9.0%	8.7%	8.4%	8.0%	8.0%	7.3%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%	6.3%
총매출액	4,696	4,899	4,857	4,970	19,423	4,803	5,102	5,172	5,264	20,342	21,427
보안시스템 서비스	3,829	3,988	4,044	4,032	15,894	4,029	4,217	4,294	4,252	16,792	17,814
건물관리 서비스	1,157	1,184	1,119	1,282	4,742	1,113	1,217	1,239	1,410	4,979	5,283
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	26	25	30	26	107	28	26	32	26	112	116
(내부매출)	316	298	336	370	1,320	367	357	393	425	1,541	1,786
매출원가	3,245	3,484	3,458	3,573	13,760	3,408	3,649	3,695	3,746	14,498	15,195
원가율	69.1%	71.1%	71.2%	71.9%	70.8%	71.0%	71.5%	71.4%	71.2%	71.3%	70.9%
영업이익	582	502	562	381	2,026	575	521	597	470	2,163	2,337
영업이익률	12.4%	10.2%	11.6%	7.7%	10.4%	12.0%	10.2%	11.5%	8.9%	10.6%	10.9%
법인세비용차감전손익	543	476	564	331	1,914	602	494	576	426	2,097	2,234
당기순이익	401	357	436	239	1,433	441	370	443	309	1,563	1,668
지배주주지분 당기순이익	401	357	436	239	1,433	441	370	443	309	1,563	1,668
EPS(원)					3,772					4,115	4,391
DPS(원)					2,500					2,700	2,900
배당성향					59.0%					58.4%	58.8%
배당수익률					2.3%					2.9%	3.1%

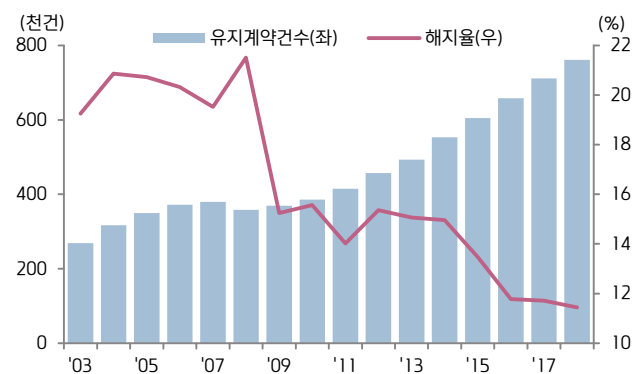
자료: 에스원, 키움증권

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)

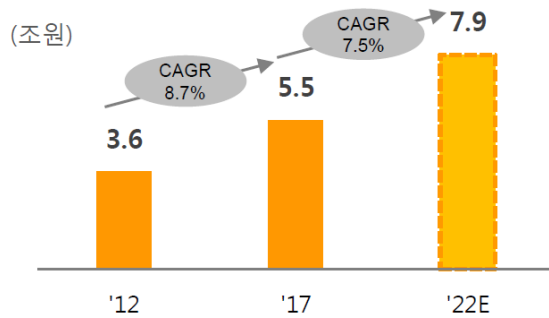
구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
에스원	8,693	9,966	10,624	12,461	13,485	14,654	14,874	15,893	16,609	17,356	18,137	18,953
yoy									4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ADT캡스	3,723	4,122	4,445	5,870	6,270	6,664	6,933	7,217	7,758	8,340	8,966	9,638
NSOK				282	333	611	712	934	1,004	1,079	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

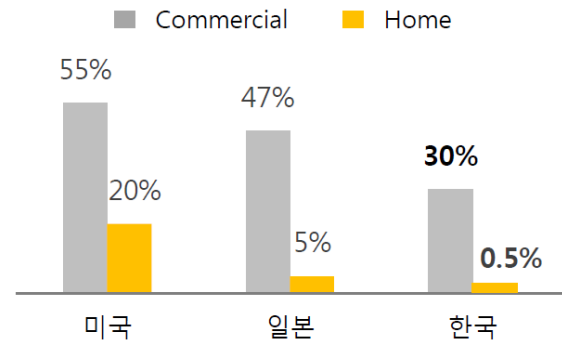
자료: 에스원, 키움증권

국내 물리보안 시장 규모



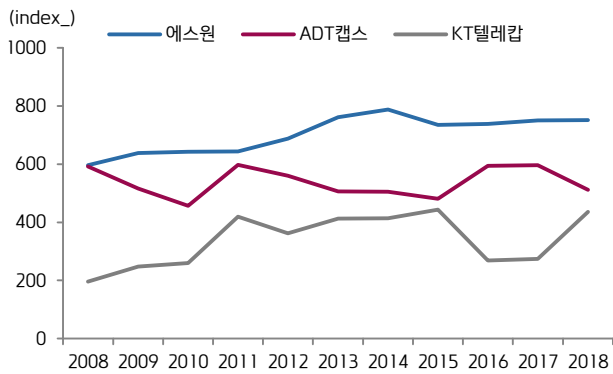
자료: Freedonia Research, SKT, 키움증권

보안 서비스 보급률 (2017년 기준)



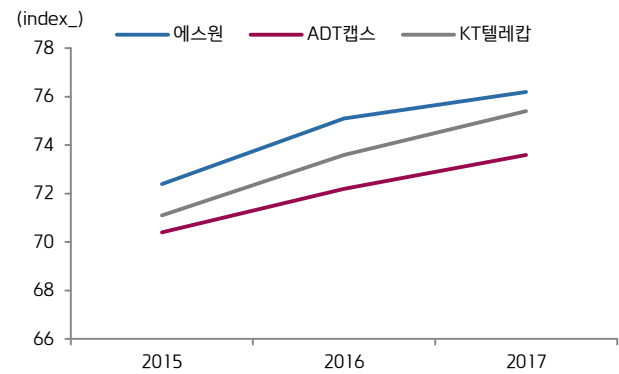
자료: LEK Consulting, SKT, 키움증권

K-BPI(Korea Brand Power Index) 추이



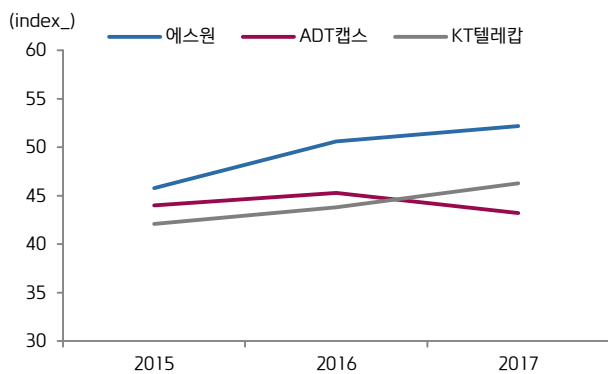
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KCSI(Korea Customer Satisfaction Index) 추이



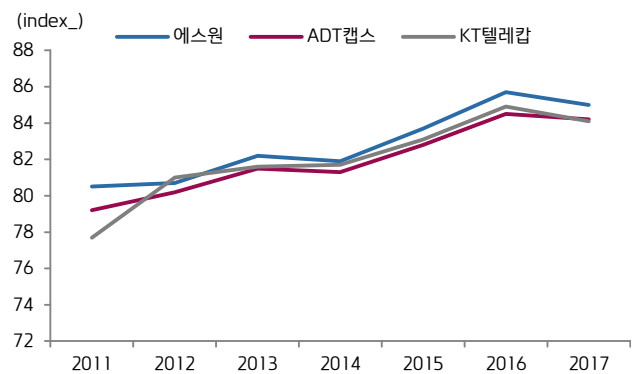
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KNPS(Korea Net Promoter Score) 추이



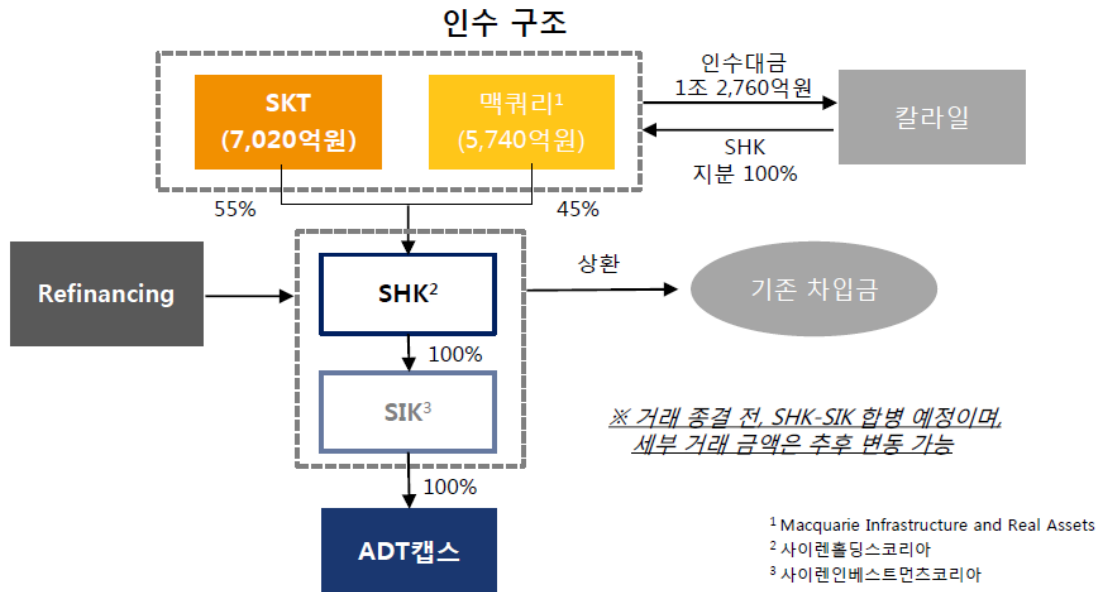
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KS-SQI(Korean Standard-Service Quality Index)



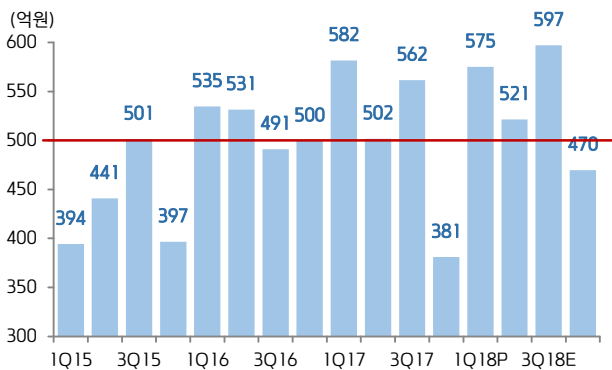
자료: 한국서비스품질지수, 키움증권

SKT의 ADT캡스 인수 구조



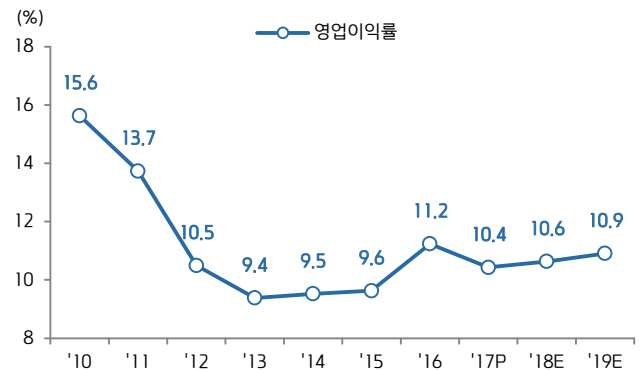
자료: SKT, 키움증권

에스원 분기 영업이익 추이 전망



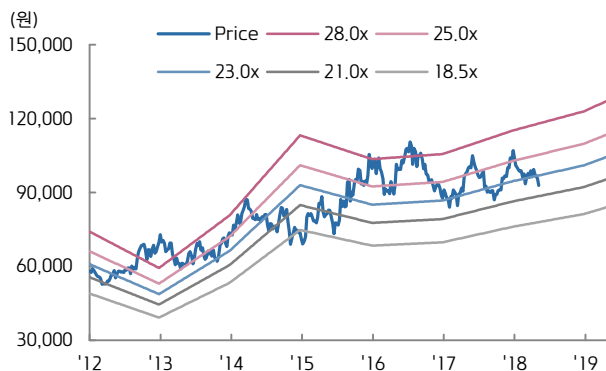
자료: 에스원, 키움증권

에스원 영업이익률 추이



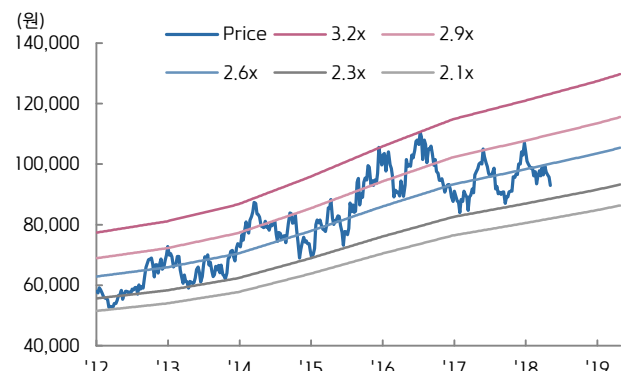
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



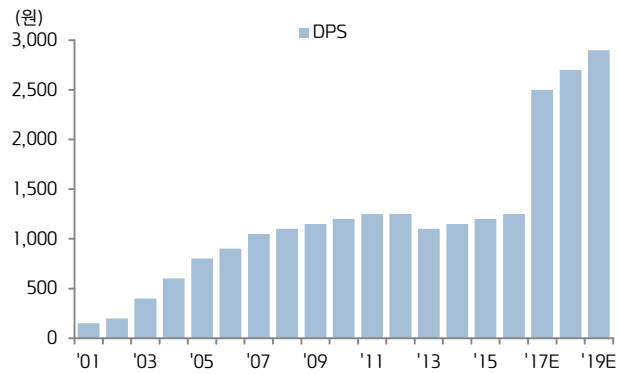
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



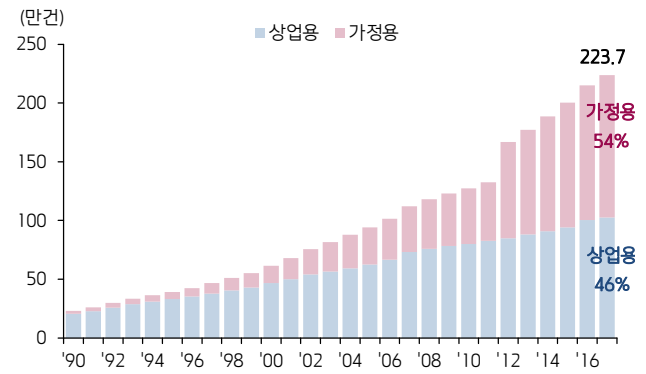
자료: 에스원, 키움증권

주당배당금 추이



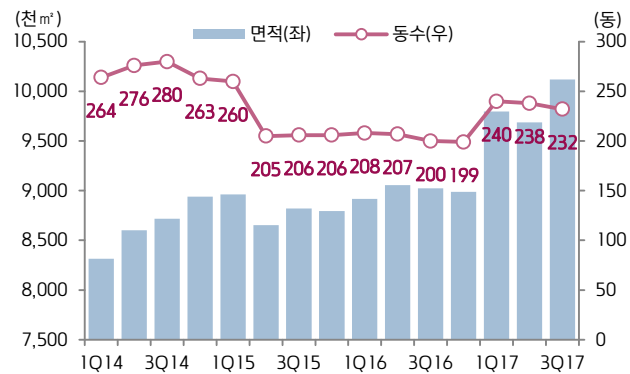
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



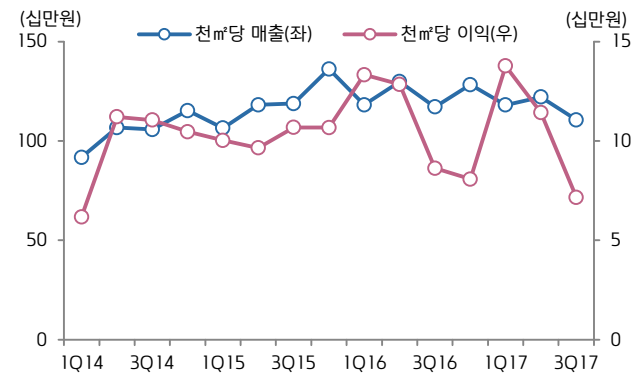
자료: 에스원, 키움증권

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	20,342	21,427	22,609
매출원가	12,808	13,760	14,498	15,195	16,013
매출총이익	5,493	5,663	5,843	6,232	6,596
판매비및일반관리비	3,437	3,637	3,680	3,895	4,048
영업이익(보고)	2,057	2,026	2,163	2,337	2,548
영업이익(핵심)	2,057	2,026	2,163	2,337	2,548
영업외손익	-195	-112	-66	-103	-74
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	-97	-155	-141
법인세차감전이익	1,862	1,914	2,097	2,234	2,474
법인세비용	456	481	534	566	628
유효법인세율 (%)	24.5%	25.1%	25.5%	25.3%	25.4%
당기순이익	1,405	1,433	1,563	1,668	1,846
지배주주지분순이익(억원)	1,405	1,433	1,563	1,668	1,846
EBITDA	3,506	3,500	3,675	3,889	4,145
현금순이익(Cash Earnings)	2,855	2,908	3,075	3,221	3,443
수정당기순이익	1,417	1,408	1,572	1,666	1,840
증감율(% YoY)					
매출액	1.7	6.1	4.7	5.3	5.5
영업이익(보고)	19.2	-1.5	6.8	8.0	9.0
영업이익(핵심)	19.2	-1.5	6.8	8.0	9.0
EBITDA	9.6	-0.2	5.0	5.8	6.6
지배주주지분 당기순이익	-8.5	2.0	9.1	6.7	10.7
EPS	-8.5	2.0	9.1	6.7	10.7
수정순이익	-11.2	-0.6	11.7	6.0	10.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,732	2,942	3,054	3,063	3,152
당기순이익	1,405	1,433	1,563	1,668	1,846
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	-359	-467	-566
기타	339	504	325	308	279
투자활동현금흐름	-2,135	-2,247	-1,736	-1,653	-1,682
투자자산의 처분	-799	-1,130	-545	-607	-608
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	-10	-9	-10
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	473	497	490
기초현금및현금성자산	1,256	1,441	1,711	2,184	2,681
기말현금및현금성자산	1,441	1,711	2,184	2,681	3,171
Gross Cash Flow	3,932	3,867	4,148	4,309	4,583
Op Free Cash Flow	1,184	1,331	1,487	1,580	1,668

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,349	5,753	6,790	8,036	9,216
현금및현금성자산	1,441	1,711	2,184	2,681	3,171
유동금융자산	983	2,084	2,660	3,266	3,862
매출채권및유동채권	1,504	1,480	1,462	1,585	1,648
재고자산	358	412	414	445	465
기타유동비금융자산	63	66	70	59	70
비유동자산	10,255	10,062	9,902	9,830	9,604
장기매출채권및기타비유동채권	488	514	540	750	791
투자자산	73	172	131	129	136
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	183	193
자산총계	14,604	15,815	16,692	17,865	18,821
유동부채	2,880	2,928	3,133	3,415	3,539
매입채무및기타유동채무	1,200	1,209	1,299	1,501	1,511
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,680	1,719	1,834	1,914	2,029
비유동부채	724	809	762	899	863
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	724	809	762	899	863
부채총계	3,604	3,737	3,895	4,313	4,403
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	10,404	11,485	12,203	12,959	13,825
기타자본	-1,524	-1,526	-1,526	-1,526	-1,526
지배주주지분자본총계	10,999	12,078	12,797	13,552	14,418
비지배주주지분자본총계	0	0	0	-0	-0
자본총계	10,999	12,078	12,797	13,552	14,418
순차입금	-1,441	-1,711	-2,184	-2,681	-3,171
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,698	3,772	4,115	4,391	4,859
BPS	33,045	35,884	37,775	39,763	42,042
주당EBITDA	9,227	9,212	9,670	10,234	10,908
CFPS	7,189	7,742	8,038	8,061	8,295
DPS	1,250	2,500	2,700	2,900	3,200
주가배수(배)					
PER	23.7	28.4	22.6	21.2	19.1
PBR	2.7	3.0	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	9.1	11.1	9.0	8.4	7.8
PCFR	11.7	14.0	11.5	11.0	10.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.2	10.4	10.6	10.9	11.3
영업이익률(핵심)	11.2	10.4	10.6	10.9	11.3
EBITDA margin	19.2	18.0	18.1	18.2	18.3
순이익률	7.7	7.4	7.7	7.8	8.2
자기자본이익률(ROE)	13.5	12.4	12.6	12.7	13.2
투자자본이익률(ROIC)	27.0	26.9	30.4	34.8	39.8
안정성(%)					
부채비율	32.8	30.9	30.4	31.8	30.5
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	13.8	14.1	14.0
재고자산회전율	42.9	50.4	49.3	49.9	49.7
매입채무회전율	14.5	16.1	16.2	15.3	15.0

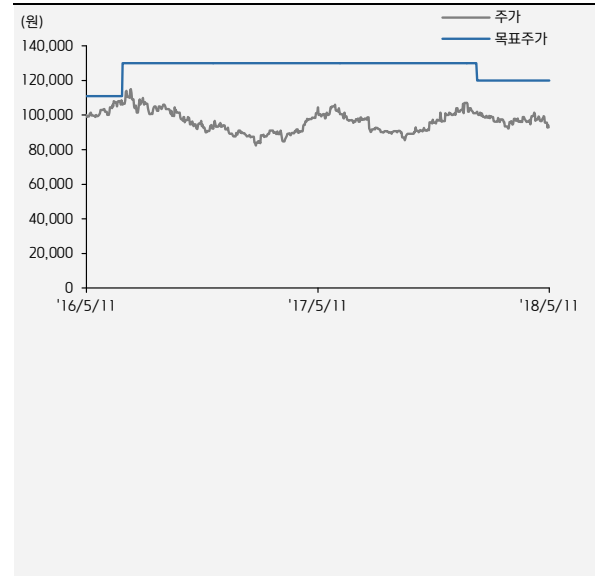
Compliance Notice

- 당사는 5월 10일 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.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
에스원 (012750)	2016-04-29	Buy(Maintain)	111,000	6개월	-8.09	-2.25
	2016-07-07	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-15.03	-11.54
	2016-07-22	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-19.99	-11.54
	2016-10-21	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-23.76	-11.54
	2017-01-11	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-31.88	-30.85
	2017-01-26	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-32.39	-29.92
	2017-03-21	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-31.84	-27.31
	2017-04-21	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-28.02	-18.46
	2017-07-19	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-25.07	-24.08
	2017-08-01	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-29.83	-24.08
	2017-10-19	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-29.82	-24.08
	2017-10-27	Buy(Maintain)	130,000	6개월	-26.86	-17.69
	2018-01-17	Outperform (Downgrade)	120,000	6개월	-16.18	-15.00
	2018-01-26	Outperform (Maintain)	120,000	6개월	-18.88	-15.00
	2018-05-09	Buy(Upgrade)	120,000	6개월	-18.93	-15.00
	2018-05-11	Buy(Maintain)	120,000	6개월		

목표주가 추이



* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2017/04/01~2018/03/31)

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