

에스원(012750)

하회	부합	상회
----	----	----

주: 영업이익의 컨센서스 대비를 의미

18년에 수익 호전, 배당 증대가 돌보일 전망

1분기 손익은 예상치에 부합하며 회복

18년 수익성은 매출 호조와 기저 효과로 호전, 배당 증대 예상

SKT의 ADT캡스 인수로 경쟁 구도 변화 예상, 에스원의 낮은 valuation 부각

Facts : 1분기 실적은 예상치 수준

1분기 실적은 우리의 추정치 및 시장 컨센서스에 부합하는 양호한 수준이었다. 매출액은 4,803억원으로 우리의 추정치를 1.8% 하회했으나 영업이익은 575억원으로 1.4% 상회했다. 매출액은 보안 서비스 중 통합보안(인력경비)이 성장을 주도해 전년동기대비 2.3% 늘었다. 빌딩관리가 시설관리 공사 감소로 3.8% 줄었으나 보안은 통합보안과 상품판매 호조로 5.2% 늘었다. 특히 통합보안은 17년 10월 가격인상으로 11.3% 증가해 높은 성장을 지속했다. 영업이익은 사상 최고치를 보인 전년동기에 비해 1.1% 감소했으나 전분기대비로는 매출 호조와 기저효과로 51% 증가했다. 4분기에는 인력 효율화에 따른 비용 증가, 창립기념 관련 비용, 출입관리 솔루션 개발비용 등 일회적인 비용 150억원이 반영됐기 때문이다. 영업이익은 4분기 일회적 비용을 제외해도 8.3% 증가했다. 가입자당 매출액(ARPU)은 전분기대비 2.5% 감소했다.

Pros & cons : 수익 호전, SKT 진입으로 시장 구도 변화 예상

성장성, 수익성 호조세가 지속될 전망이다. 18년 매출액은 5.8% 증가할 것이다. 18년 보안과 건물관리 매출이 각각 6.8%, 4.7% 늘어 고른 성장이 예상된다. 상품판매 매출이 삼성전자 평택공장 및 베트남, 중국 공장 건설로 12.4% 늘어 보안매출 성장을 주도할 것이다. 통합보안(인력경비) 매출도 가격 인상과 수주 증가로 10.2% 늘어날 것이다. 18년 영업이익은 전년대비 12% 증가할 전망이다. 보안부문의 인건비 절감, 상품판매 및 통합보안 마진 상승 때문이다.

다만 SK텔레콤이 국내 2위 보안업체 ADT캡스를 인수하면 중장기적으로 보안시장은 경쟁구도 변화가 예상된다. SK텔레콤은 인공지능, 사물인터넷 등을 활용한 지능형 통합관제 시스템을 구축하고 무인매장 보안 상품을 출시하는 한편 스마트홈 중심으로 가정용 보안 서비스를 고도화할 것이다. SK텔레콤이 새로운 기술기반의 보안사업을 육성함에 따라 기존 시장의 일부를 대체할 것이나 새로운 시장을 창출하는 영향도 클 것이다.

매수(유지)

목표주가: 122,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/10)	2,464
주가(5/10)	92,900
시기총액(십억원)	3,530
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	107,000/85,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,657
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.3/56.0
주요주주(%)	Secom Co Ltd 25.7 삼성SDI 외 5 인 20.8

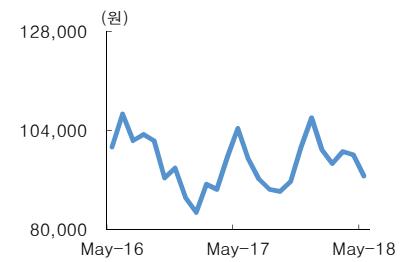
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	25.2	19.4	17.2
PBR(x)	3.0	2.5	2.3
ROE(%)	12.4	13.0	13.8
DY(%)	2.3	3.0	3.4
EV/EBITDA(x)	10.1	7.8	7.1
EPS(원)	4,239	4,778	5,399
BPS(원)	35,884	37,824	39,961

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	(2.8)	(8.9)
KOSPI 대비(%p)	(4.9)	0.3	(17.5)

주가추이



자료: WISEfn

양종인

jiyang@truefriend.com

조민영

minyoung@truefriend.com

Action : 매수의견과 목표주가 122,000원 유지

에스원에 대한 매수의견과 목표주가 122,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 forward EPS에 목표 PER 22.2배(과거 4년 평균을 8% 할인)를 적용해 산출했다. 매수의 근거는 18년 성장성 및 수익성 호전 지속, 얼굴인식 출입관리 등 신기술 기반 신성장 동력, 주주친화적 배당정책 등이다. 배당수익률이 3%에 달한다. SK텔레콤의 ADT캡스 인수는 경쟁 심화 요인이나 보안시장의 높은 성장성을 방증한다. ADT캡스 인수가격은 에스원의 valuation이 낮음을 입증한다. 17년 에스원의 EV/EBITDA와 가입자당 기업가치는 9.7배, 390만원으로 ADT캡스 11배, 521만원의 88%, 75% 수준이다. 18년에는 7.8배, 299만원으로 더욱 낮다.

〈표 1〉 1분기 실적과 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	469.6	489.9	485.7	497.0	480.3	(3.4)	2.3	489.7
영업이익	58.2	50.2	56.2	38.1	57.5	51.0	(1.1)	56.8
영업이익률(%)	12.4	10.2	11.6	7.7	12.0			11.6
세전이익	54.3	47.6	56.4	33.1	60.2	81.9	10.9	53.5
순이익	40.1	35.7	43.6	23.9	44.1	84.4	9.8	40.0

자료: Quantwise, 에스원, 한국투자증권

〈표 2〉 연결기준 이익 추이

(단위: 천명, 천원, 십억원, %)

	2017				2018				2017	2018F	1Q18P		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			QoQ	YoY	Consensus
보안시스템 가입자수													
유지	675.0	688.9	701.5	711.5	724.1	736.5	748.7	760.5	711.5	760.5	1.8	7.3	
순증	16.5	13.9	12.5	10.0	12.6	12.5	12.1	11.8	52.9	49.0	25.9	(23.6)	
ARPU	116.5	113.9	113.8	114.3	111.5	111.3	111.1	111.0	114.6	111.2	(2.5)	(4.4)	
(증가율, QoQ)	(0.3)	(2.3)	(0.1)	0.4	(2.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(3.7)	(3.0)			
매출액	469.6	489.9	485.7	497.0	480.3	515.7	526.4	532.7	1,942.3	2,055.0	(3.4)	2.3	489.7
보안시스템 서비스	383.0	398.8	404.0	403.2	402.9	426.8	435.6	431.3	1,589.0	1,696.6	(0.1)	5.2	
시스템 보안	240.9	242.1	245.5	250.7	250.0	253.8	257.5	261.0	979.2	1,022.3	(0.3)	3.8	
상품판매	66.3	81.6	79.6	72.0	70.2	89.8	92.7	83.9	299.5	336.6	(2.5)	5.9	
통합보안	71.8	69.9	74.8	78.6	79.9	80.1	82.2	83.0	295.1	325.3	1.7	11.3	
건물관리	115.7	118.4	111.9	128.2	111.3	123.2	125.3	136.8	474.2	496.6	(13.2)	(3.8)	
콜센터/텔레마케팅	2.5	2.5	3.0	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	10.7	11.3	3.7	12.0	
기타	4.0	5.2	4.1	1.9	2.8	3.0	3.2	3.4	15.2	12.4	47.4	(30.0)	
내부매출 차감	31.6	29.8	33.6	37.0	36.7	37.1	37.4	38.3	132.1	149.4	(1.1)	16.1	
영업이익	58.2	50.2	56.2	38.1	57.5	56.4	56.5	56.4	202.6	226.9	51.0	(1.1)	56.8
법인세차감순이익	54.3	47.6	56.4	33.1	60.2	55.0	53.0	52.5	191.4	220.8	81.9	10.9	
당기순이익	40.1	35.7	43.6	23.9	44.1	40.2	38.8	38.5	143.3	161.6	84.4	9.8	
지배주주지분 순이익	40.1	35.7	43.6	23.9	44.1	40.2	38.8	38.5	143.3	161.6	84.4	9.8	40.0

자료: 에스원, 한국투자증권

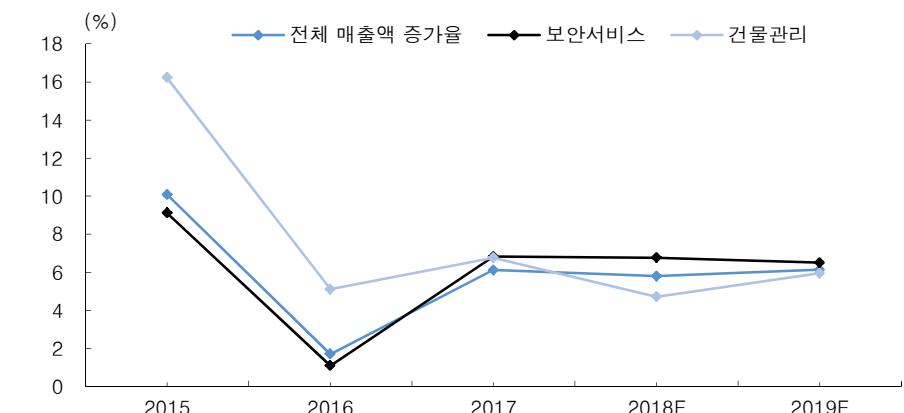
〈표 3〉 EPS와 배당 관련 지표

(단위: 원, %)

	2016	2017	2018F	2019F
EPS	4,157	4,239	4,778	5,399
배당금	1,250	2,500	2,800	3,200
배당성향	30.1	59.0	58.6	59.3
배당수익률	1.4	2.3	3.0	3.4

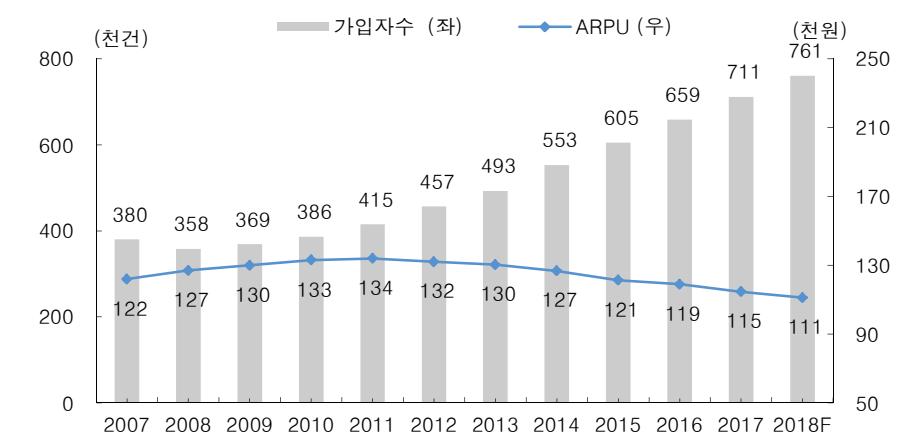
자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 1] 사업부별 매출 증가율



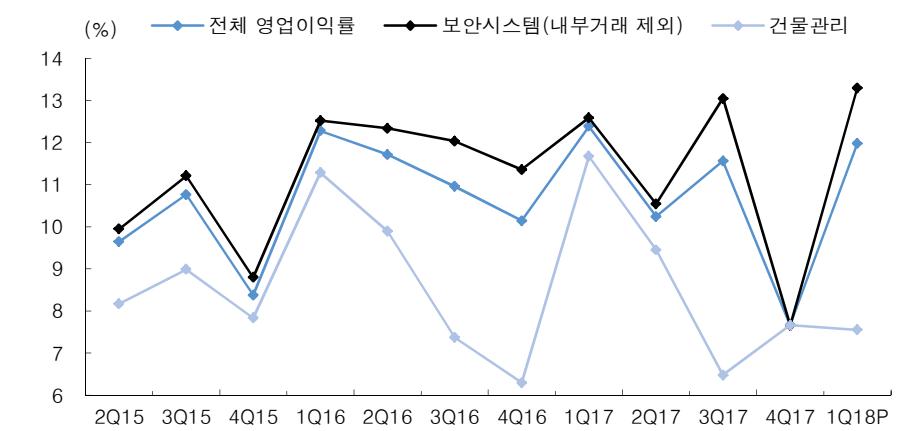
자료: 에스원, 한국투자증권

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



자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 3] 부문별 영업이익률



자료: 에스원, 한국투자증권

〈표 4〉 보안 4사의 보안 매출액과 점유율

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
에스원	996.6	1,012.8	1,246.1	1,271.2	1,377.1	1,386.0	1,467.7
ADT 캡스	412.2	444.5	587.0	627.0	666.4	693.3	721.7
KT 텔레캅	259.3	296.2	238.0	257.0	300.6	313.9	315.4
NSOK	—	—	33.3	28.2	61.1	71.2	93.4
합산	1,668	1,754	2,104	2,183	2,405	2,464	2,598
증가율	16.4	5.1	20.0	3.8	10.2	2.5	5.4
점유율(%)							
에스원	59.7	57.8	59.2	58.2	57.3	56.2	56.5
ADT 캡스	24.7	25.3	27.9	28.7	27.7	28.1	27.8
KT 텔레캅	15.5	16.9	11.3	11.8	12.5	12.7	12.1
NSOK	0.0	0.0	1.6	1.3	2.5	2.9	3.6

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 5〉 보안 4사 손익

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
에스원							
매출액(보안+건물관리)	1,026.1	1,096.5	1,274.1	1,718.3	1,799.6	1,830.2	1,942.3
영업이익	167.2	134.6	129.1	172.3	173.3	205.7	202.6
영업이익률	16.3	12.3	10.1	10.0	9.6	11.2	10.4
순이익	134.9	109.2	86.0	118.6	154.2	140.5	143.3
순이익률	13.1	10.0	6.7	6.9	8.6	7.7	7.4
보안부문 매출액	996.6	1,012.8	1,246.1	1,271.2	1,377.1	1,386.0	1,467.7
보안부문 영업이익	141.1	113.6	110.3	118.7	135.9	166.8	164.0
영업이익률	14.2	11.2	8.9	9.3	9.9	12.0	11.2
ADT 캡스							
매출액	412.2	444.5	587.0	627.0	666.4	693.3	721.7
영업이익	68.3	75.9	87.0	47.7	122.5	135.8	143.5
영업이익률	16.6	17.1	14.8	7.6	18.4	19.6	19.9
순이익	49.5	58.4	44.7	25.8	107.9	40.8	163.3
순이익률	12.0	13.1	7.6	4.1	16.2	5.9	22.6
KT 텔레캅							
매출액	259.3	296.2	238.0	257.0	300.6	313.9	315.4
영업이익	9.5	6.2	7.0	7.5	(6.7)	2.5	6.4
영업이익률	3.7	2.1	2.9	2.9	(2.2)	0.8	2.0
순이익	7.1	2.7	3.8	(6.6)	(7.6)	0.1	2.9
순이익률	2.7	0.9	1.6	(2.6)	(2.5)	0.0	0.9
NSOK							
매출액			33.3	28.2	61.1	71.2	93.4
영업이익			(2.4)	5.5	5.7	5.8	16.7
영업이익률(%)			(7.2)	19.6	9.3	8.1	17.8
순이익			(2.0)	4.3	5.6	7.0	16.6
순이익률(%)			(5.9)	15.2	9.2	9.8	17.7

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

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 6〉 에스원과 ADT캡스의 valuation 비교

(단위: 십억원)

	에스원	ADT 캡스	
	2017	2018F	2017
기업가치(EV)	3,686	3,057	2,970
보안부문 기업가치	2,927	2,428	2,970
순차입금	(380)	(473)	1,694
시기총액	4,066	3,530	
자사주 매입 금액	(156)	(156)	
PER(배)	25.4	19.4	26.4
EV/EBITDA(배)	9.7	7.8	11.0
EV/가입자(천원)	3,896	2,988	5,211
매출액	1,942	2,055	722
영업이익	203	227	143
조정 영업이익	218	227	143
순이익	143	162	163
조정 순이익	154	162	113
EBITDA	350	373	270
조정 EBITDA	365	373	270
순차입금	(380)	(473)	1,694
가입자수(천명)	711	761	570

주 1. ADT캡스는 인수가격 2조 9,700억원, 순차입금은 대주주 차입금 기준

2. ADT캡스 17년 순이익은 1,633억원, 법인세 조정액 506억원을 감안한 조정 순이익은 1,127억원

3. 에스원 보안부문 기업가치는 보안부문 영업이익 비중으로 산정

4. 에스원 17년 조정 영업이익은 일회적 비용 150억원 제외

자료: 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	435	575	680	859	977
현금성자산	144	171	329	371	461
매출채권및기타채권	151	150	158	218	230
재고자산	36	41	44	46	49
비유동자산	1,025	1,006	1,024	1,044	1,064
투자자산	6	6	7	7	7
유형자산	475	462	449	434	419
무형자산	479	459	486	515	544
자산총계	1,460	1,582	1,704	1,903	2,041
유동부채	288	293	337	450	486
매입채무및기타채무	218	217	229	243	257
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	72	81	86	91	96
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	360	374	422	540	582
지배주주지분	1,100	1,208	1,282	1,363	1,458
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	193	193	193	193	193
기타자본	(156)	(156)	(156)	(156)	(156)
이익잉여금	1,040	1,149	1,215	1,290	1,379
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,100	1,208	1,282	1,363	1,458

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,830	1,942	2,055	2,181	2,304
매출원가	1,281	1,376	1,474	1,559	1,639
매출총이익	549	566	581	623	665
판매관리비	344	364	355	375	432
영업이익	206	203	227	248	234
금융수익	2	3	6	6	6
이자수익	2	3	4	5	6
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(21)	(15)	(12)	(10)	(9)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	186	191	221	243	267
법인세비용	46	48	59	61	67
연결당기순이익	141	143	162	183	201
지배주주지분순이익	141	143	162	183	199
기타포괄이익	20	7	7	7	7
총포괄이익	161	150	168	189	207
지배주주지분포괄이익	161	150	168	189	207
EBITDA	351	350	373	394	380

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	273	294	339	379	368
당기순이익	141	143	162	183	201
유형자산감가상각비	145	147	146	147	146
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(48)	(44)	31	49	20
기타	35	48	0	0	1
투자활동현금흐름	(214)	(225)	(87)	(229)	(166)
유형자산투자	(134)	(122)	(142)	(142)	(142)
유형자산매각	0	10	10	10	10
투자자산순증	(80)	(113)	6	6	6
무형자산순증	(0)	0	(27)	(30)	(29)
기타	0	0	66	(73)	(11)
재무활동현금흐름	(41)	(42)	(95)	(108)	(112)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(41)	(42)	(85)	(95)	(108)
기타	0	0	(10)	(13)	(4)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	19	27	158	42	90

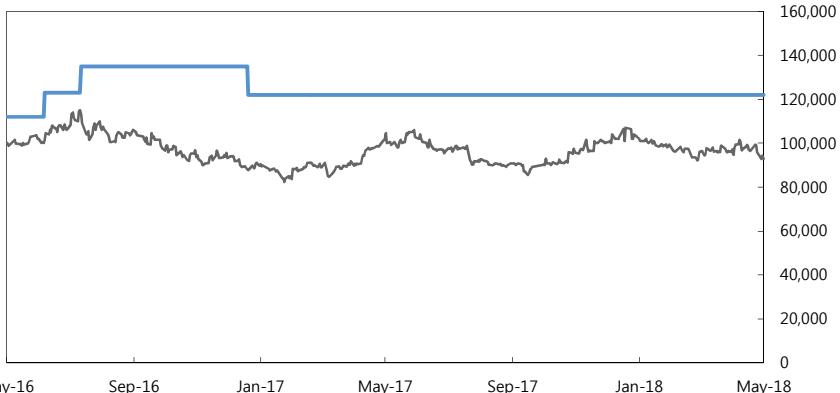
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,157	4,239	4,778	5,399	5,872
BPS	33,045	35,884	37,824	39,961	42,481
DPS	1,250	2,500	2,800	3,200	3,300
성장성(%), YoY					
매출증가율	1.7	6.1	5.8	6.1	5.6
영업이익증가율	19.2	(1.5)	12.0	9.2	(5.7)
순이익증가율	(8.5)	2.0	12.7	13.0	8.7
EPS증가율	(8.5)	2.0	12.7	13.0	8.7
EBITDA증가율	9.6	(0.2)	6.4	5.9	(3.7)
수익성(%)					
영업이익률	11.2	10.4	11.0	11.4	10.1
순이익률	7.7	7.4	7.9	8.4	8.6
EBITDA Margin	19.2	18.0	18.1	18.1	16.5
ROA	9.8	9.4	9.8	10.1	10.2
ROE	13.5	12.4	13.0	13.8	14.1
배당수익률	1.4	2.3	3.0	3.4	3.6
배당성향	30.1	59.0	58.6	59.3	56.2
안정성					
순차입금(십억원)	(242)	(380)	(473)	(589)	(691)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	21.1	25.2	19.4	17.2	15.8
PBR	2.7	3.0	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	8.4	10.1	7.8	7.1	7.1

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
에스원(012750)	2016.04.28	매수	112,000원	-10.6	-7.6
	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 5월 10일 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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.