



Outperform(Downgrade)

목표주가: 110,000원(하향)

주가(7/26): 97,000원

시가총액: 36,859억원

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

Stock Data

KOSPI (7/26)	2,289.06pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	107,000 원	85,500원
등락률	-9.35%	13.45%
수익률	절대	상대
1M	0.3%	3.0%
6M	-2.1%	10.1%
1Y	-0.5%	5.8%

Company Data

발행주식수	37,999 천주
일평균 거래량(3M)	49천주
외국인 지분율	55.96%
배당수익률(18E)	2.76%
BPS(18E)	36,671원
주요 주주	일본SECOM
	25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인
	20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,423	20,115	21,010	22,004
보고영업이익	2,026	2,032	2,134	2,272
핵심영업이익	2,026	2,032	2,134	2,272
EBITDA	3,500	3,544	3,688	3,870
세전이익	1,914	1,979	2,087	2,232
순이익	1,433	1,462	1,550	1,653
지배주주지분순이익	1,433	1,462	1,550	1,653
EPS(원)	3,772	3,846	4,079	4,350
증감률(%Y Y)	2.0	2.0	6.0	6.7
PER(배)	28.4	25.4	24.0	22.5
PBR(배)	3.0	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA(배)	11.1	9.6	8.9	8.3
보고영업이익률(%)	10.4	10.1	10.2	10.3
핵심영업이익률(%)	10.4	10.1	10.2	10.3
ROE(%)	12.4	12.0	12.2	12.4
순부채비율(%)	-14.2	-25.6	-32.2	-37.9

Price Trend



2Q18 Review

에스원 (012750)

초기에 제거한 근로기준법 개정 리스크



〈장 후 실적발표〉 2분기 매출액은 4,943억원(YoY +0.9%), 영업이익은 445억원(YoY -11.3%)로 부진한 실적을 기록했습니다. 임금인상(base-up) 및 주 52시간 근무제 시행에 따른 인력 충원 등 인건비성 비용 증가가 주 요인입니다. 하반기 역시 인건비 부담이 지속될 것으로 보이지만 상반기 부진했던 상품판매부문의 매출이 회복되고 건물관리부문의 성장이 지속될 것으로 전망돼 이익의 감소폭은 줄어들 전망입니다.

>> Point 1. 근로기준법 개정 영향으로 인건비성 비용 증가

동사의 2분기 매출액은 4,943억원(YoY +0.9%, QoQ +2.9%), 영업이익은 445억원(YoY -11.3%, QoQ -22.7%)로 부진한 실적을 기록했다. 매출액은 건물관리부문의 성장에 힘입어 성장세를 유지했지만, 영업이익은 1) 임금인상(base-up) 및 주 52시간 근무제 시행에 따른 인력 충원 등 인건비성 비용 증가, 2) 자회사 재계약 인상 지연에 따른 손익 감소 영향으로 당사 추정치 대비 14.6% 감소했다. 하반기 역시 인력 충원에 따른 인건비 부담이 지속될 것으로 보이지만 상반기 부진했던 상품판매부문의 매출이 회복되고 건물관리부문의 성장이 지속될 것으로 전망돼 이익의 감소폭은 줄어들 것으로 예상된다.

>> Point 2. 하반기 상품판매부문 반등 전망

상품판매부문의 매출은 상반기 수주물량의 매출이 본격화되는 하반기부터는 회복될 전망이다. 얼굴인식 출입관리시스템 매출이 본격화되는 내년부터는 연중 안정적인 성장이 예상된다. 관리사이트 확대와 단가 인상으로 통합보안부문은 하반기에도 양호한 실적을 기록할 것으로 판단된다. 건물관리부문의 경우 수선성 공사 및 설비매출 증가가 하반기에도 지속될 전망이며, 대형 건물의 수주 파이프라인도 보유하고 있어 관리 범위 증가도 기대된다.

>> Point 3. 유지계약건수 증가와 함께 ARPU의 반등은 긍정적

2분기 실적은 전반적으로 실망스러웠으나, 근로기준법 개정에 따른 불확실성을 초기에 해소했다는 점은 긍정적이다. 더불어 SKT의 ADT 인수로 경쟁심화가 예상되고 있는 시점에서 유지계약건수의 증가와 함께 ARPU가 반등했다는 점은 상당히 흥미롭다. 대형 우량 가입자 확보에 있어서 상대적 우위를 보이고 있다는 점이 증명되고 있다는 판단이며, 단기적으로 ADT는 Home 및 소호를 주요 target으로 하는 KT텔레캅과의 경쟁 강도가 심화될 것으로 보인다. 당분간 인건비 증가에 따른 부담이 수익성에 영향을 줄 것으로 전망되므로, 실적 추정치 하향을 반영해 투자의견을 Outperform으로 하향하고 목표주가 역시 기존 120,000에서 110,000으로 하향한다. 강력한 경쟁자를 대비하고 인건비 증가에 대한 부담을 완화시키기 위해 보유현금으로 신규사업 및 M&A에 활용하면서 신규 성장성에 대한 비전을 시장에 제시할 필요가 있다.

에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	2Q17	1Q18	2Q18P		당사 추정치		컨센서스		
	발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이		
매출액	4,899	4,803	4,943	0.9%	2.9%	5,102	-3.1%	5,122	-3.5%
GPM	28.9%	29.1%	26.8%	-2.1%p	-2.3%p	28.5%	-1.7%p	28.9%	-2.1%
영업이익	502	575	445	-11.3%	-22.6%	521	-14.6%	551	-19.2%
OPM	10.2%	12.0%	9.0%	-1.2%p	-3%p	10.2%	-1.2%p	10.8%	-1.8%
세전이익	476	602	425	-10.7%	-29.4%	494	-14.0%	489	-13.1%
순이익	357	441	309	-13.4%	-29.9%	370	-16.5%	367	-15.8%

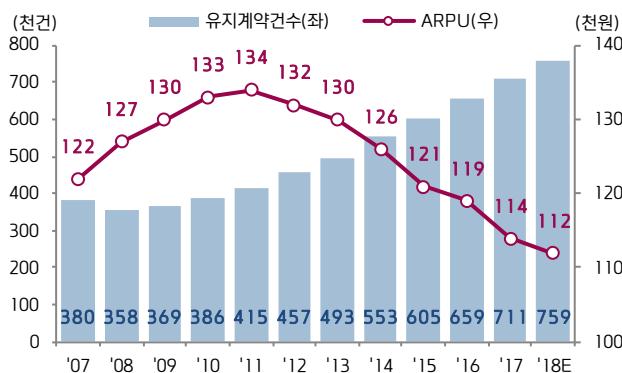
자료: 에스원, 키움증권

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
ARPU	116	115	114	114	114	111	112	112	112	112	110
유지계약건수(천건)	675	689	701	711	711	724	736	749	759	759	806
yoY	9.0%	8.7%	8.4%	8.0%	8.0%	7.3%	6.9%	6.8%	6.6%	6.6%	6.2%
총매출액	4,696	4,899	4,857	4,970	19,423	4,803	4,943	5,121	5,249	20,115	21,010
보안시스템 서비스	3,829	3,988	4,044	4,032	15,894	4,029	3,974	4,180	4,321	16,504	17,296
건물관리 서비스	1,157	1,184	1,119	1,282	4,742	1,113	1,259	1,274	1,286	4,932	5,179
콜센터 서비스 및 텔레마케팅	26	25	30	26	107	28	26	32	26	112	116
(내부매출)	316	298	336	370	1,320	367	316	366	384	1,433	1,581
매출원가	3,245	3,484	3,458	3,573	13,760	3,407	3,620	3,668	3,715	14,411	15,056
원가율	69.1%	71.1%	71.2%	71.9%	70.8%	70.9%	73.2%	71.6%	70.8%	71.6%	71.7%
영업이익	582	502	562	381	2,026	575	445	528	483	2,032	2,134
영업이익률	12.4%	10.2%	11.6%	7.7%	10.4%	12.0%	9.0%	10.3%	9.2%	10.1%	10.2%
법인세비용차감전순익	543	476	564	331	1,914	602	425	507	445	1,979	2,087
당기순이익	401	357	436	239	1,433	441	309	389	323	1,462	1,550
지배주주지분 당기순이익	401	357	436	239	1,433	441	309	389	323	1,462	1,550
EPS(원)					3,772					3,846	4,079
DPS(원)					2,500					2,700	2,900
배당성향					59.0%					62.5%	63.3%
배당수익률					2.3%					2.8%	3.0%

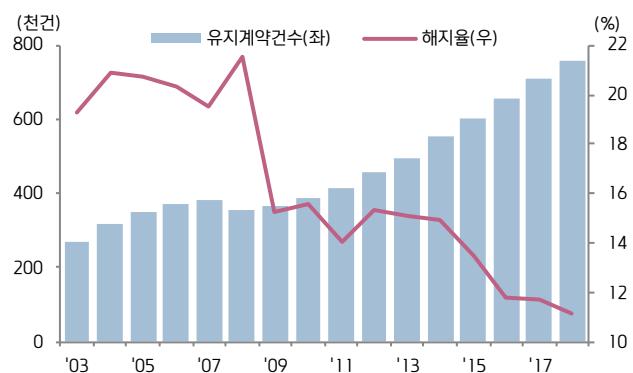
자료: 에스원, 키움증권

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)

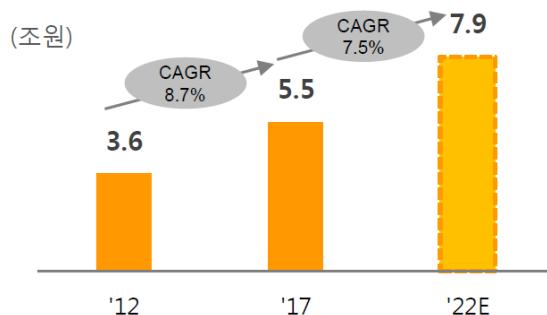
구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
에스원	8,693	9,966	10,624	12,461	13,485	14,654	14,874	15,893	16,609	17,356	18,137	18,953
yoY									4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ADT캡스	3,723	4,122	4,445	5,870	6,270	6,664	6,933	7,217	7,758	8,340	8,966	9,638
NSOK				282	333	611	712	934	1,004	1,079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

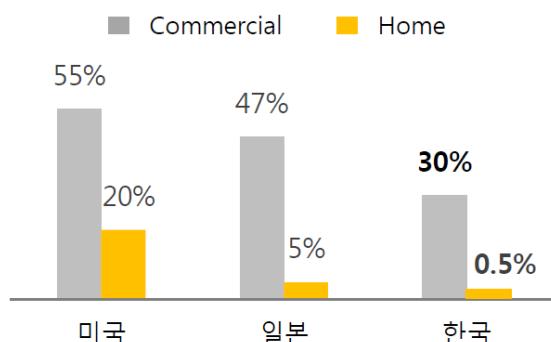
자료: 에스원, 키움증권

국내 물리보안 시장 규모



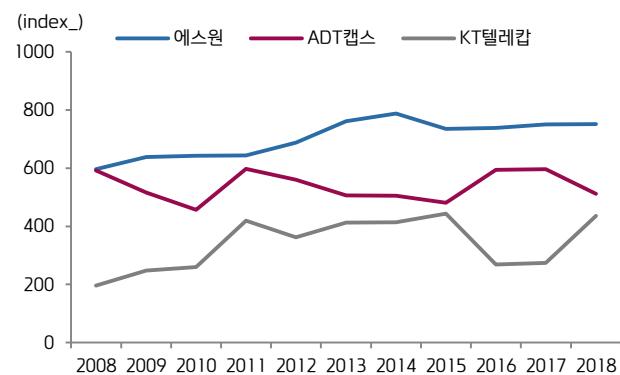
자료: Freedonia Research, SKT, 키움증권

보안 서비스 보급율 (2017년 기준)



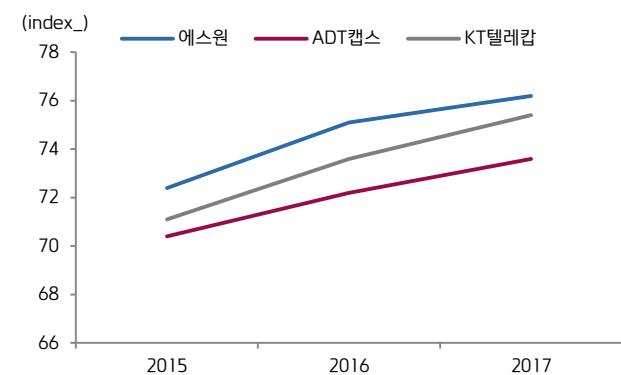
자료: LEK Consulting, SKT, 키움증권

K-BPI(Korea Brand Power Index) 추이



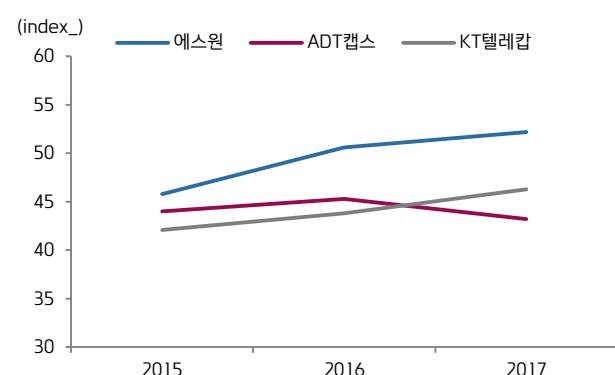
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KCSI(Korea Customer Satisfaction Index) 추이



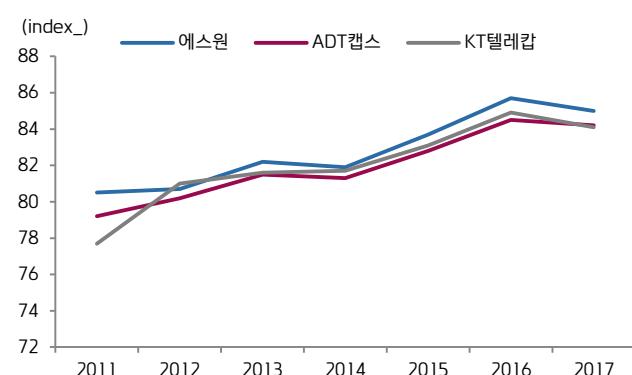
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KNPS(Korea Net Promoter Score) 추이



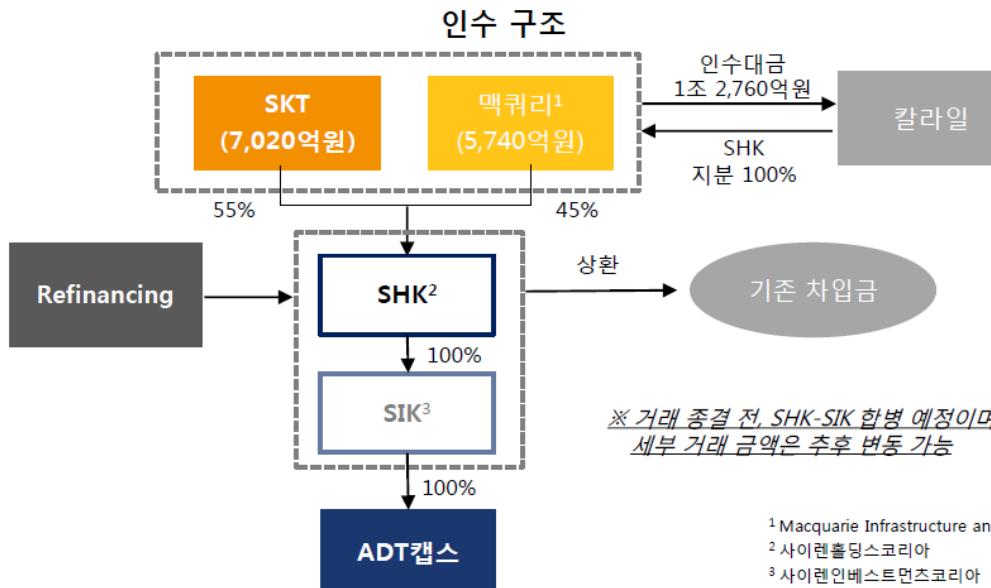
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KS-SQI(Korean Standard-Service Quality Index)



자료: 한국서비스품질지수, 키움증권

SKT의 ADT캡스 인수 구조



자료: SKT, 키움증권

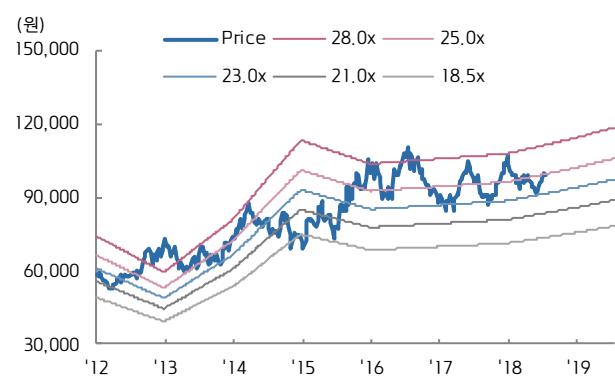
에스원 분기 영업이익 추이 전망



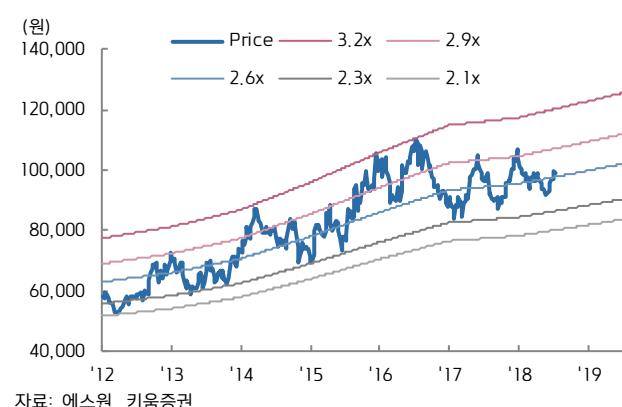
에스원 영업이익률 추이



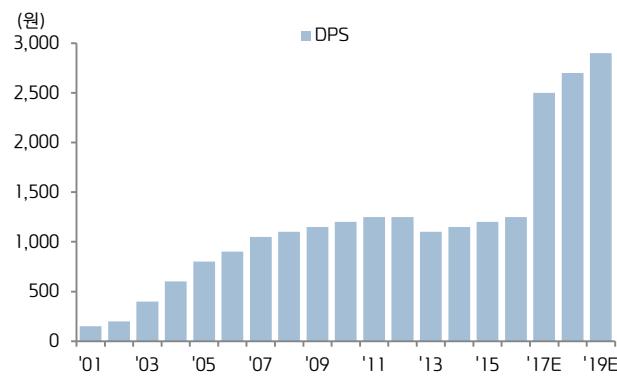
에스원 PER Band Chart



에스원 PBR Band Chart

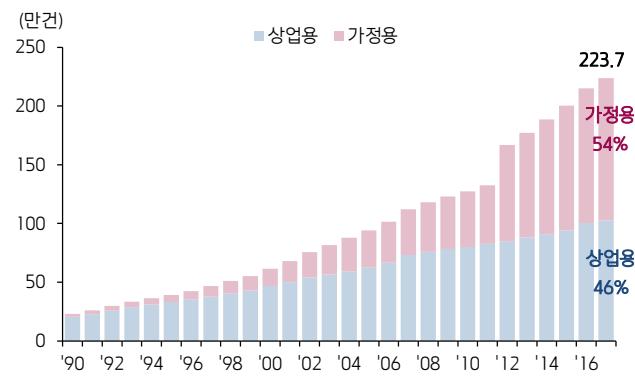


주당배당금 추이



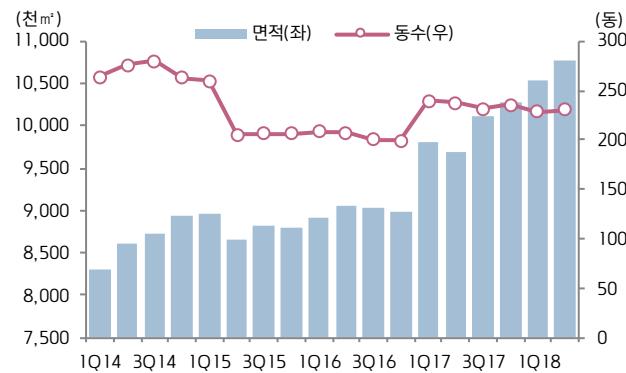
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



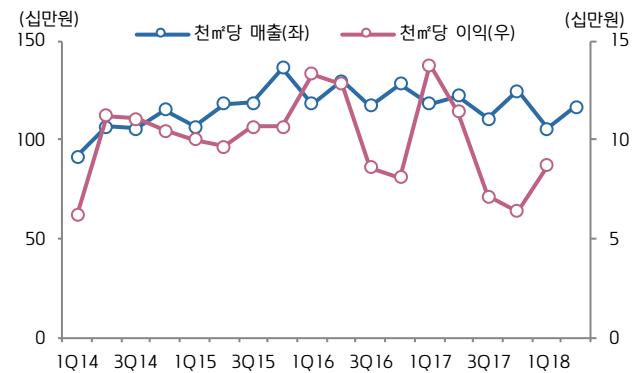
자료: 에스원, 키움증권

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 (2018년 1분기 기준)

구분	오피스	연수소	연구소	공장	후생/요양	기타	합계
동수	152	13	16	8	4	36	229
면적(천 m²)	4,380	392	2,175	1,388	378	1,819	10,539

자료: 에스원, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,302	19,423	20,115	21,010	22,004
매출원가	12,808	13,760	14,411	15,056	15,749
매출총이익	5,493	5,663	5,704	5,954	6,255
판매비 및 일반관리비	3,437	3,637	3,673	3,819	3,983
영업이익(보고)	2,057	2,026	2,032	2,134	2,272
영업이익(핵심)	2,057	2,026	2,032	2,134	2,272
영업외손익	-195	-112	-53	-47	-40
이자수익	18	34	49	65	80
배당금수익	0	1	0	0	1
외환이익	37	34	35	36	35
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	37	44	36	39	39
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자 및 기타자산처분손익	-15	34	-12	2	8
금융상품평가 및 기타금융이익	0	0	14	5	6
기타	-198	-171	-103	-116	-130
법인세차감전이익	1,862	1,914	1,979	2,087	2,232
법인세비용	456	481	517	537	579
유효법인세율 (%)	24.5%	25.1%	26.1%	25.7%	25.9%
당기순이익	1,405	1,433	1,462	1,550	1,653
지배주주지분순이익(억원)	1,405	1,433	1,462	1,550	1,653
EBITDA	3,506	3,500	3,544	3,688	3,870
현금순이익(Cash Earnings)	2,855	2,908	2,974	3,103	3,251
수정당기순이익	1,417	1,408	1,460	1,545	1,642
증감율(% YoY)					
매출액	1.7	6.1	3.6	4.4	4.7
영업이익(보고)	19.2	-1.5	0.3	5.1	6.4
영업이익(핵심)	19.2	-1.5	0.3	5.1	6.4
EBITDA	9.6	-0.2	1.3	4.0	4.9
지배주주지분 당기순이익	-8.5	2.0	2.0	6.0	6.7
EPS	-8.5	2.0	2.0	6.0	6.7
수정순이익	-11.2	-0.6	3.7	5.8	6.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,732	2,942	3,012	3,466	3,548
당기순이익	1,405	1,433	1,462	1,550	1,653
감가상각비	1,449	1,475	1,513	1,553	1,598
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	1	0	3	4
자산처분손익	15	-34	17	-2	-8
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-480	-437	-953	-618	-705
기타	339	504	974	980	1,006
투자활동현금흐름	-2,135	-2,247	-709	-1,531	-1,573
투자자산의 처분	-799	-1,130	213	-745	-735
유형자산의 처분	2	101	0	0	0
유형자산의 취득	-1,336	-1,221	-1,243	-1,232	-1,238
무형자산의 처분	-2	-3	0	0	0
기타	-0	0	323	-8	-8
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
현금 및 현금성자산의 순증가	185	270	1,458	1,023	995
기초현금 및 현금성자산	1,256	1,441	1,711	3,169	4,192
기말현금 및 현금성자산	1,441	1,711	3,169	4,192	5,187
Gross Cash Flow	3,932	3,867	3,972	4,105	4,275
Op Free Cash Flow	1,184	1,331	817	1,288	1,338

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,349	5,753	7,401	9,292	11,089
현금및현금성자산	1,441	1,711	3,169	4,192	5,188
유동금융자산	983	2,084	2,307	3,052	3,777
매출채권및유동채권	1,504	1,480	1,446	1,554	1,604
재고자산	358	412	409	436	452
기타유동금융자산	63	66	69	57	68
비유동자산	10,255	10,062	9,918	9,589	9,139
장기매출채권및기타비유동채권	488	514	534	735	770
투자자산	73	172	129	126	132
유형자산	4,749	4,624	4,540	4,459	4,369
무형자산	4,786	4,589	4,543	4,089	3,680
기타비유동자산	158	163	172	179	188
자산총계	14,604	15,815	17,319	18,882	20,228
유동부채	2,880	2,928	3,098	3,348	3,445
매입채무및기타유동채무	1,200	1,209	1,285	1,472	1,470
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,680	1,719	1,813	1,877	1,975
비유동부채	724	809	1,844	2,519	3,097
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	724	809	1,844	2,519	3,097
부채총계	3,604	3,737	4,942	5,867	6,542
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	10,404	11,485	11,784	12,421	13,093
기타자본	-1,524	-1,526	-1,526	-1,526	-1,526
지배주주지분자본총계	10,999	12,078	12,377	13,014	13,687
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	10,999	12,078	12,377	13,014	13,687
순차입금	-1,441	-1,711	-3,169	-4,192	-5,188
총차입금	0	0	0	0	0

Compliance Notice

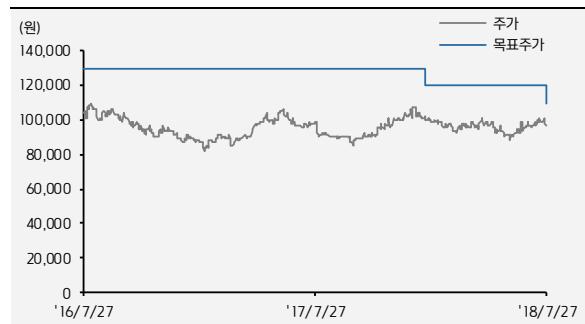
- 당사는 7월 26일 현재 '에스원' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표		괴리를	
				가격 대비	평균 시점	최고 주가 대비	최고 주가 대비
에스원 (012750)	2016/07/22	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-20.81	-15.38	
	2016/10/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-24.67	-15.38	
	2017/01/11	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-25.09	-15.38	
	2017/01/26	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-32.53	-29.92	
	2017/03/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-31.84	-27.31	
	2017/04/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-27.55	-18.46	
	2017/07/19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-27.45	-18.46	
	2017/08/01	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-30.61	-28.54	
	2017/10/19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-30.54	-28.54	
	2017/10/27	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-27.05	-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	-18.93	-15.00	
	2018/05/11	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-19.73	-15.00	
	2018/07/27	Outperform (Downgrade)	110,000원	6개월			

* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리를 산출하였음.

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률을 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률을 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%