SK COMPANY Analysis

SK securities

에스원 (012750/KS | 중립(하향) | T.P 100,000 원(하향))

인건비 상승의 벽

에스원의 2Q18 매출액은 시장 기대치에 부합한 반면, 영업이익은 컨센서스에 19.2% 하회하며 부진한 모습을 보였다. 실적 하회의 주요 원인은 인건비 상승 및 52 시간 근무제 도입에 따른 추가 인력 채용에 따라 마진율 감소가 나타났기 때문이다. 연간 추정치 하향 조정이 불가피하며, 이에 따라 목표주가 역시 100,000 원으로 하향 조정한다. 현 주가 수준에서 업사이드가 높지 않아 투자의견 역시 중립으로 하향한다

인건비 상승으로 인한 마진율 감소

에스원의 2Q18 매출액은 4,949 억원으로 전년동기대비 1.0% 증가, 컨센서스에 비교적 부합했다. 영업이익은 445 억원으로 전년동기대비 11.3% 감소, 컨센서스 대비 19.2% 하회하며 부진한 실적을 기록했다. 컨센서스 대비 실적 하회의 주요 원인은 임금 인상 및 주 52 시간 근무제 도입에 따른 보안 출동요원의 신규 채용에 따라 원가, 판관비가 두루 상승한 데에 기인한다. 전반적으로 올라간 원가를 감안, 연간 실적 추정치 하향이 불가피한 상황이다. 하반기는 상품 판매 매출 성장성 회복, 건물 관리 부문 매출 호조 지속에 따라 기존 추정치와 동일한 안정적인 성장이 지속될 것으로 보인다.

투자의견 중립으로 하향 조정, 목표주가 100,000 원으로 하향

에스원은 재계약에 따른 안정적 이익 성장 (Recurring revenue)과, 이익과 현금 기조가 동일하다는 메리트가 있기 때문에 비교적 높은 밸류에이션이 지속되는 종목이다. 최근 에스원은 SKT 의 ADT 캡스 인수에 따라 B2C 보안 시장이 열릴 기대감 및 안정적 펀더멘탈로 인해 시장 대비 주가가 크게 아웃퍼폼한 상황이다. 다만, 52 시간 근무제 도입에 따라 연간 이익 추정치 하향 조정이 불가피하며, 이에 따라 금년도 연간 영업이익은 지난해와 유사하거나 다소 감소하는 수준에 그칠 것으로 보인다. 이익 턴어라운드는 매출 볼륨이 커지면서 내년부터 점진적으로 나타날 것으로 판단한다. 에스원의 목표 배수는 기존과 동일하게 25X (일본 SECOM 의 B2C 시장 확대기 당시 멀티플에서 5% 할인)를 유지하나, 이익 추정치 하향에 따라 목표주가를 기존 116,000 원에서 100,000 원으로 하향 조정, 투자의견을 매수에서 중립으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	1,800	1,830	1,942	1,998	2,087	2,189
yoy	%	10.1	1.7	6.1	2.9	4.4	4.9
영업이익	십억원	173	206	203	200	206	215
yoy	%	11.2	18.7	-1.5	-1.4	2.9	4.6
EBITDA	십억원	321	351	350	345	340	343
세전이익	십억원	157	186	191	190	196	205
순이익(지배주주)	십억원	119	141	143	142	147	154
영업이익률%	%	9.6	11.2	10.4	10.0	9.9	9.8
EBITDA%	%	17.8	19.2	18.0	17.3	16.3	15.7
순이익률	%	6.6	7.7	7.4	7.1	7.0	7.0
EPS	원	3,142	3,699	3,772	3,748	3,865	4,051
PER	배	31.7	23.7	28.4	25.9	25.1	23.9
PBR	배	7.9	5.4	5.4	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	배	11.4	9.1	11.1	10.2	10.0	9.6
ROE	%	16.9	13.5	12.4	11.6	11.5	11.5
순차입금	십억원	-126	-144	-171	-166	-275	-384
부채비율	%	42.2	32.8	30.9	31.5	30.9	30.3

Analyst
김세련
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data	
자본금	19 십억원
발행주식수	3,800 만주
자사주	419 만주
액면가	500 원
시가총액	3,686 십억원
주요주주	
일본SECOM	25.65%
삼성에스디아이(주)(외4)	20.93%
외국인지분률	56.00%
배당수익률	2.60%

Stock Data	
주가(18/07/26)	97,000 원
KOSPI	2289.06 pt
52주 Beta	0.26
52주 최고가	107,000 원
52주 최저가	85,500 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.3%	3.0%
6개월	-2.1%	10.1%
12개월	-0.5%	5.8%

Analyst 김세련 sally.kim@sk.com / 02-3773-8919

에스원 목표주가 재산정

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS (원)	3,142	3,699	3,772	3,748	3,865	4,051
EPS 증가율 (%)	16.0	17.7	2.0	-0.6	3.1	4.8
PER (X)	31.7	23.7	28.4	25.9	25.1	23.9
적용EPS (원)	3,888	2018~2020E EPS 평균				
적용 Multiple (X)	25.0	제휴사 일본 SECOM EPS 성장기 당시 멀티플에서 5% 할인				
목표주가 (원)	100,000					
현재주가 (원, 07/26)	97,000					
Upside (%)	3.1					
기존목표주가 (원)	116,000					
변동률 (%)	-13.8					

자료: SK 증권

에스원 2Q18 실적 Review

(단위: 십억원)	2Q18P	2Q17	YoY (%, %p)	1Q18	QoQ (%, %p)	컨센서스	Gap (%, %p)
매출액	494.9	489.9	1.0	480.3	3.1	512.2	-3.4
영업이익	44.5	50.2	-11.3	57.5	-22.6	55.1	-19.2
영업이익률 (%)	*9.0*	*10.2*	*-1.3*	*12.0*	*-3.0*	*10.8*	*-1.8*
순이익	30.9	35.7	-13.3	44.1	-29.9	36.7	-15.8
순이익률 (%)	*6.2*	*7.3*	*-1.0*	*9.2*	*-2.9*	*7.2*	*-0.9*

자료: 에스원, SK 증권

에스원 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E
매출액	1,942	1,998	2,087	470	490	486	497	480	494	505	518
1. 보안시스템서비스	1,589	1,633	1,698	383	399	404	403	403	397	418	414
1-1. 시스템	980	1,021	1,071	241	242	246	251	250	254	256	261
서비스매출	946	987	1,037	233	233	238	242	240	246	248	252
설치매출	34	34	34	8	9	8	9	10	7	8	8
1-2. 상품판매	300	283	265	66	82	80	72	70	70	78	65
1-3. 통합보안	295	324	360	72	70	75	79	80	73	83	88
1-4. 기타	15	5	1	4	5	4	2	3	1	1	0
2. 건물관리서비스	474	486	509	116	118	112	128	111	126	116	133
3. 콜센터 및 텔레마케팅	11	11	12	3	3	3	3	3	3	3	3
내부매출	-132	-132	-132	-32	-30	-34	-37	-37	-32	-32	-32
Sales Growth (YoY%)	*6.1*	*2.9*	*4.4*	*7.8*	*8.0*	*8.4*	*0.9*	*2.3*	*0.9*	*4.0*	*4.3*
1. 보안시스템서비스	*6.9*	*2.7*	*4.0*	*8.3*	*10.6*	*9.9*	*-0.5*	*5.2*	*-0.4*	*3.4*	*2.7*
1-1. 시스템	*4.5*	*4.2*	*5.0*	*4.6*	*3.5*	*4.3*	*5.7*	*3.8*	*4.7*	*4.2*	*4.0*
서비스매출	*4.7*	*4.3*	*5.1*	*5.1*	*3.3*	*4.5*	*5.8*	*3.0*	*5.8*	*4.4*	*4.2*
설치매출	*0.0*	*0.3*	*1.2*	*-8.2*	*7.1*	*-2.4*	*3.7*	*28.2*	*-22.0*	*-0.7*	*-0.5*
1-2. 상품판매	*6.8*	*-5.4*	*-6.4*	*13.9*	*32.9*	*24.4*	*-25.6*	*5.9*	*-14.3*	*-2.4*	*-9.1*
1-3. 통합보안	*13.6*	*9.7*	*11.2*	*14.7*	*11.3*	*13.7*	*14.6*	*11.3*	*4.3*	*11.4*	*11.6*
1-4. 기타	*50.5*	*-66.0*	*-78.8*	*60.0*	*126.1*	*64.0*	*-32.1*	*-30.0*	*-78.8*	*-78.8*	*-78.8*
2. 건물관리서비스	*6.8*	*2.4*	*4.8*	*9.8*	*0.7*	*5.9*	*11.1*	*-3.8*	*6.3*	*3.4*	*3.7*
3. 콜센터 및 텔레마케팅	*3.9*	*5.9*	*5.6*	*0.0*	*8.7*	*0.0*	*8.0*	*12.0*	*4.0*	*4.0*	*4.1*
매출총이익	566	546	566	145	142	140	140	140	132	136	139
매출총이익률 (%)	*29.2*	*27.3*	*27.1*	*30.9*	*28.9*	*28.8*	*28.1*	*29.0*	*26.8*	*26.9*	*26.7*
영업이익	203	200	206	58	50	56	38	58	44	49	49
영업이익률 (%)	*10.4*	*10.0*	*9.9*	*12.4*	*10.2*	*11.6*	*7.7*	*12.0*	*9.0*	*9.6*	*9.5*
순이익	143	142	147	40	36	44	24	44	31	33	35
순이익률 (%)	*7.4*	*7.1*	*7.0*	*8.5*	*7.3*	*9.0*	*4.8*	*9.2*	*6.3*	*6.5*	*6.7*

자료: 에스원, SK 증권

Analyst 김세련 sally.kim@sk.com / 02-3773-8919

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	435	575	585	705	827
현금및현금성자산	144	171	166	275	384
매출채권 및 기타채권	150	148	152	159	167
재고자산	36	41	49	51	54
비유동자산	1,025	1,006	1,065	1,007	953
장기금융자산	7	17	17	17	17
유형자산	475	462	432	412	399
무형자산	479	459	329	328	328
자산총계	1,460	1,582	1,650	1,711	1,780
유동부채	288	293	313	321	330
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	120	121	139	146	153
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	72	81	82	83	84
장기금융부채 (사채+장차)	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	6	6	6	7
부채총계	360	374	395	404	414
지배주주지분	1,100	1,208	1,255	1,307	1,366
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	193	193	193	193	193
기타자본구성요소	-156	-156	-156	-156	-156
자기주식	-156	-156	-156	-156	-156
이익잉여금	1,040	1,149	1,196	1,248	1,307
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	1,100	1,208	1,255	1,307	1,366
부채와자본총계	1,460	1,582	1,650	1,711	1,780

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,830	1,942	1,998	2,087	2,189
매출원가	1,281	1,376	1,452	1,521	1,596
매출총이익	549	566	546	566	593
매출총이익률(%)	30.0	29.2	27.3	27.1	27.1
판매비와관리비	344	364	347	360	378
영업이익	206	203	200	206	215
영업이익률(%)	11.2	10.4	10.0	9.9	9.8
조정영업이익	206	203	200	206	215
비영업손익	-20	-11	-10	-10	-10
순금융손익	2	3	5	5	5
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	186	191	190	196	205
세전계속사업이익률(%)	10.2	9.9	9.5	9.4	9.4
계속사업법인세	46	48	47	49	51
계속사업이익	141	143	142	147	154
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	141	143	142	147	154
순이익률(%)	7.7	7.4	7.1	7.0	7.0
지배주주	141	143	142	147	154
지배주주귀속 순이익률(%)	7.7	7.4	7.1	7.0	7.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	161	150	140	142	145
지배주주	161	150	140	142	145
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	351	350	345	340	343

현금흐름표

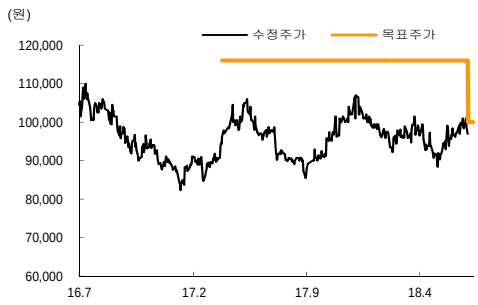
(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	273	294	332	318	318
당기순이익(손실)	141	143	142	147	154
비현금수익비용가감	181	195	197	186	180
유형자산감가상각비	145	147	146	135	128
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	29	45	45	45	45
운전자본감소(증가)	-48	-44	-7	-15	-16
매출채권및기타채권의	-1	-5	-4	-7	-8
재고자산의감소(증가)	1	-18	-8	-2	-3
매입채무및기타채무의	-3	-8	18	7	7
기타	-45	-13	-13	-13	-13
법인세납부	-73	-51	-51	-51	-51
투자활동으로 인한 현금흐름	-214	-225	-242	-114	-113
금융자산감소(증가)	-80	-113	2	2	2
유형자산처분(취득)	-134	-122	-125	-125	-125
무형자산감소(증가)	0	0	-129	-1	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-41	-42	-95	-95	-95
단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-41	-42	-95	-95	-95
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	19	27	-5	109	110
기초현금	126	144	171	166	275
기말현금	144	171	166	275	384
FCF	140	172	207	193	193

자료 : 에스원, SK증권 추정

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	1.7	6.1	2.9	4.4	4.9
영업이익	18.7	-1.5	-1.4	2.9	4.6
세전계속사업이익	18.6	2.8	-0.8	3.1	4.8
EBITDA	9.3	-0.2	-1.3	-1.5	0.7
EPS	17.7	2.0	-0.6	3.1	4.8
수익성(%)					
ROA(%)	9.8	9.4	8.8	8.7	8.8
ROE(%)	13.5	12.4	11.6	11.5	11.5
EBITDA마진(%)	19.2	18.0	17.3	16.3	15.7
안정성(%)					
유동비율(%)	151.0	196.5	186.9	219.4	250.6
부채비율(%)	32.8	30.9	31.5	30.9	30.3
순차입금/자기자본(%)	-13.1	-14.2	-13.2	-21.0	-28.1
EBITDA/이자비용(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	3,699	3,772	3,748	3,865	4,051
BPS	28,947	31,786	33,034	34,399	35,950
CFPS	7,514	7,653	7,579	7,407	7,407
주당 현금배당금	1,250	2,500	2,500	2,500	2,500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	31.5	28.5	28.5	27.7	26.4
PER(최저)	23.5	21.8	22.8	22.1	21.1
PBR(최고)	7.1	5.5	3.2	3.1	3.0
PBR(최저)	5.3	4.2	2.6	2.5	2.4
PCR	13.3	11.5	14.1	13.1	13.1
EV/EBITDA(최고)	12.2	11.4	11.8	11.9	11.9
EV/EBITDA(최저))	9.2	8.7	9.4	9.5	9.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.27	중립	100,000원	6개월		
2018.05.11	매수	116,000원	6개월	-16.79%	-7.76%
2017.10.09	매수	116,000원	6개월	-16.60%	-7.76%
2017.07.13	매수	116,000원	6개월	-17.48%	-8.62%
2017.04.21	매수	116,000원	6개월	-14.03%	-8.62%



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 7 월 27 일 기준)

매수	93.94%	중립	6.06%	매도	0%