



BUY(Maintain)

목표주가: 110,000원
주가(10/30): 92,100원

시가총액: 34,977억원

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

Stock Data

KOSPI (10/30)		2,014.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	107,000 원	84,300원
등락률	-13.93%	9.25%
수익률	절대	상대
1M	0.8%	17.2%
6M	-6.1%	17.2%
1Y	1.3%	25.8%

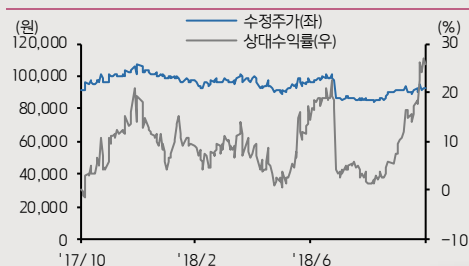
Company Data

발행주식수		37,999 천주
일평균 거래량(3M)		53천주
외국인 지분율		55.53%
배당수익률(18E)		2.82%
BPS(18E)		34,823원
주요 주주	일본SECOM	25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인	20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,423	20,206	21,044	21,985
보고영업이익	2,026	2,019	2,154	2,322
핵심영업이익	2,026	2,019	2,154	2,322
EBITDA	3,500	3,531	3,707	3,919
세전이익	1,914	1,992	2,131	2,311
순이익	1,433	1,469	1,582	1,719
지배주주지분순이익	1,433	1,469	1,582	1,719
EPS(원)	3,772	3,867	4,162	4,524
증감률(%Y)	2.0	2.5	7.6	8.7
PER(배)	28.4	23.8	22.1	20.4
PBR(배)	3.0	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA(배)	11.1	9.3	8.8	8.2
보고영업이익률(%)	10.4	10.0	10.2	10.6
핵심영업이익률(%)	10.4	10.0	10.2	10.6
ROE(%)	12.4	11.6	11.6	12.0
순부채비율(%)	-14.2	-16.0	-17.4	-18.8

Price Trend



에스원 (012750)

불어오는 무인화 바람, 중심에 에스원이 있다!



<장 후 실적발표> 3분기 매출액은 5,169억원(YoY +6.4%), 영업이익은 525억원(YoY -6.6%)으로 시장기대치에 부합했습니다. 향후 1) 무인화에 따른 보안 수요 창출 및 수익성 개선, 2) 지분투자를 통해 계약기간을 중장기로 설정할 건물관리, 3) 얼굴인식 출입관리시스템 도입 확대 및 대형 수주를 기반으로 안정적인 수주잔고를 유지할 상품판매 등 주요 사업부문의 지속적인 성장이 가능할 전망입니다.

>>> 비용증가에도 매출성장으로 이익 레벨 회복

동사의 3분기 매출액은 5,169억원(YoY +6.4%, QoQ +4.6%), 영업이익은 525억원(YoY -6.6%, QoQ +17.9%)로 시장기대치에 부합했다. 매출액은 상품판매와 통합보안 부문이 두 자리수 성장을 기록하며 호실적을 견인했다. 통합보안부문은 단가 인상분이 반영됐으며, 상품판매부문은 견고한 수주잔고를 기반으로 주요 프로젝트의 매출이 올라오고 있다. 4분기에도 국내외 2건의 대형 프로젝트 수주가 예정되어 있어 상품판매부문의 성장은 당분간 지속될 전망이다. 영업이익은 매출 증가에 따라 전년대비 증가했지만, 건물관리부문의 수선성/설비 공사 매출 감소, 근로시간 변경에 따른 인력 총원 등의 영향으로 전분기 대비해서는 감소했다.

>>> 편의점도, 주차장도 무인화 바람, 중심에 에스원이 있다!

동사의 가장 큰 약점이었던, 중장기 성장에 대한 의구심이 새로운 국면을 맞이한 듯 보인다. 아마존고에서 시작된 무인화 바람이 국내 편의점과 주차장에 상륙하고 있기 때문이다. 동사는 편의점 CU와 MOU를 맺고 5개의 무인화 테스트 매장을 운영 중에 있어, 본격화가 예상되는 내년부터는 시스템보안서비스부문의 매출 성장이 전망된다. 이마트24의 11개 매장은 동사로부터 보안상품을 매입하는 방식으로 무인화 매장을 운영하고 있어, 향후 상품판매부문의 성장을 기대할 수 있다. 동사가 관리하는 건물의 일부에 대해 무인 주차장을 시범 운영하고 있어, 향후 사이트 확대 시 수익성 개선에 기여할 전망이다. 이처럼 편의점과 주차장에 부는 무인화 바람은 동사의 새로운 먹거리가 될 것으로 예상된다.

>>> 중장기 성장에 대한 사업부문별 전략은 긍정적

근로기준법 개정에 따른 비용상승은 아쉽지만, 1) 무인화에 따른 신규 보안 수요 창출 및 수익성 개선, 2) 지분투자를 통해 배당수익과 함께 계약기간을 중장기로 설정할 수 있는 강점을 보유한 건물관리사업, 3) 얼굴인식 출입관리시스템 도입 사이트 확대 및 대형 수주를 기반으로 안정적인 수주잔고를 유지할 상품판매부문 등 주요 사업부문의 지속적인 성장이 가능할 전망이다. 특히 지분투자사업은 PM 수주 확대 및 보안사업 수주와 연계되는 사업 확장성이 기대되고, 해외진출도 수월할 전망이다. SKT의 ADT 인수로 예상되는 경쟁심화가 우려되는 부분이지만, 단기적으로 ADT는 Home 및 소호를 주요 target으로 하는 KT텔레캅과의 경쟁강도가 심화될 것으로 보인다. 또한 SKT의 우수한 마케팅 역량과 ICT 기술의 결합을 통한 Home 시장 개척은 경쟁심화보다는 신규 시장 창출을 통한 시장의 확대를 의미한다. 현재 Home 시장의 침투율은 2~3% 수준으로 파악되고 있다. 60% 수준의 배당성향을 유지함에 따라 3%의 배당수익률도 긍정적인 투자포인트다.

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E	2019E
ARPU	116	115	114	114	114	111	112	111	111	111	110
유지계약건수(천건)	675	689	701	711	711	724	736	747	757	757	803
yoy	9.0%	8.7%	8.4%	8.0%	8.0%	7.3%	6.9%	6.6%	6.4%	6.4%	6.1%
총매출액	4,696	4,899	4,857	4,970	19,423	4,803	4,943	5,169	5,292	20,206	21,044
보안시스템 서비스	3,829	3,988	4,044	4,032	15,894	4,029	3,974	4,348	4,343	16,694	17,493
건물관리 서비스	1,157	1,184	1,119	1,282	4,742	1,113	1,259	1,203	1,324	4,899	5,139
콜센터 서비스 및 텔레마케팅 (내부매출)	316	298	336	370	1,320	367	316	415	402	1,500	1,706
매출원가	3,245	3,484	3,458	3,573	13,760	3,407	3,620	3,771	3,764	14,562	15,156
원가율	69.1%	71.1%	71.2%	71.9%	70.8%	70.9%	73.2%	73.0%	71.1%	72.1%	72.0%
영업이익	582	502	562	381	2,026	575	445	525	474	2,019	2,154
영업이익률	12.4%	10.2%	11.6%	7.7%	10.4%	12.0%	9.0%	10.2%	8.9%	10.0%	10.2%
법인세비용차감전손익	543	476	564	331	1,914	602	425	533	431	1,992	2,131
당기순이익	401	357	436	239	1,433	441	309	407	313	1,469	1,582
지배주주지분 당기순이익	401	357	436	239	1,433	441	309	407	313	1,469	1,582
EPS(원)					3,772					3,867	4,162
DPS(원)					2,500					2,600	2,700
배당성향					59.0%					59.8%	57.7%
배당수익률					2.3%					2.8%	2.9%

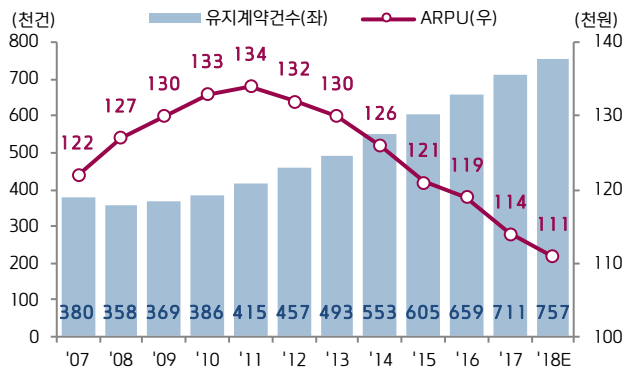
자료: 에스원, 키움증권

에스원 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	3Q17	2Q18	3Q18P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	4,857	4,943	5,169	6.4%	4.6%	5,139	0.6%	5,129	0.8%
GPM	28.8%	26.8%	27.0%	-1.8%p	0.3%p	28.1%	-1.1%p	27.0%	0%p
영업이익	562	445	525	-6.5%	18.0%	520	1.0%	523	0.5%
OPM	11.6%	9.0%	10.2%	-1.4%p	1.2%p	10.1%	0%p	10.2%	0%p
세전이익	564	425	533	-5.5%	25.3%	498	6.9%	495	7.7%
순이익	436	309	407	-6.7%	31.6%	383	6.3%	370	9.9%

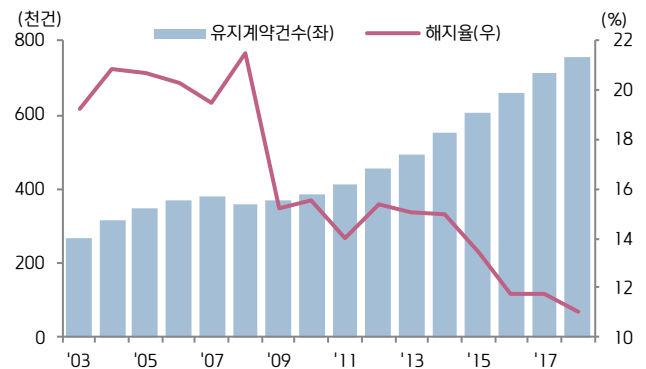
자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



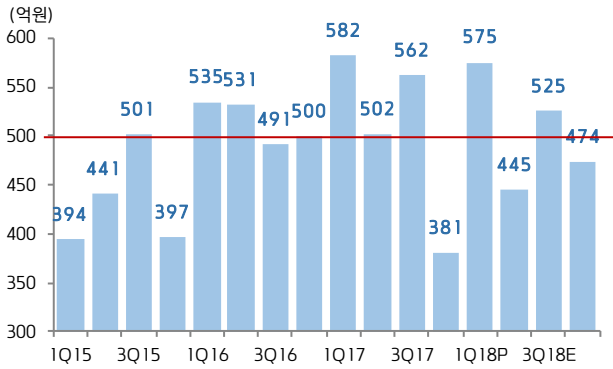
자료: 에스원, 키움증권

가입자수 및 해지율 추이



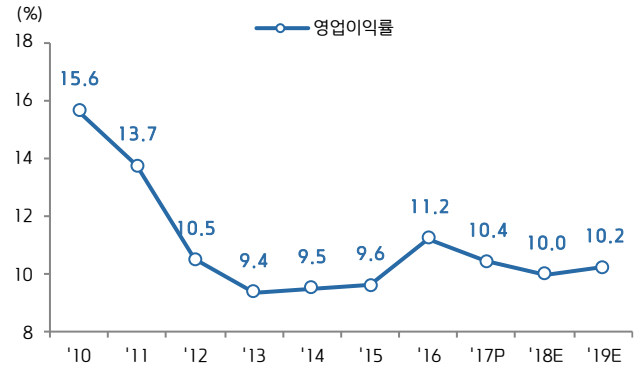
자료: 에스원, 키움증권

에스원 분기 영업이익 추이 전망



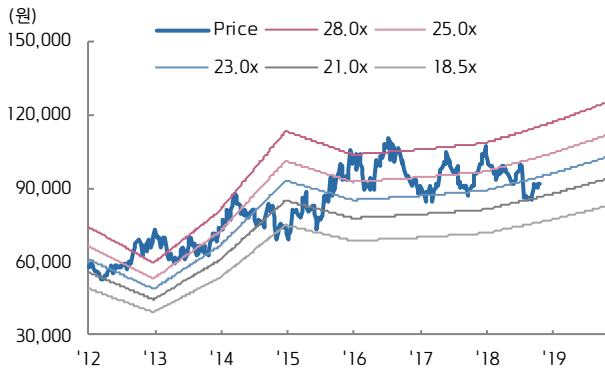
자료: 에스원, 키움증권

에스원 영업이익률 추이



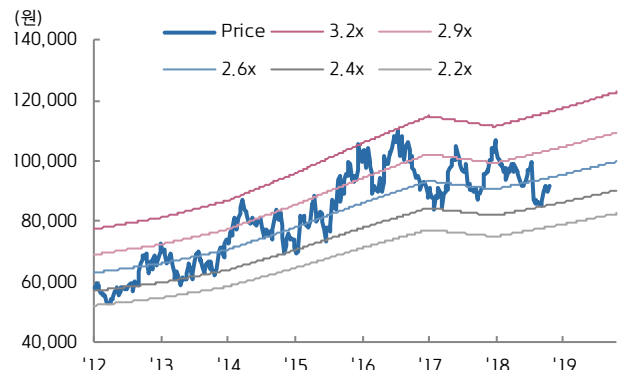
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



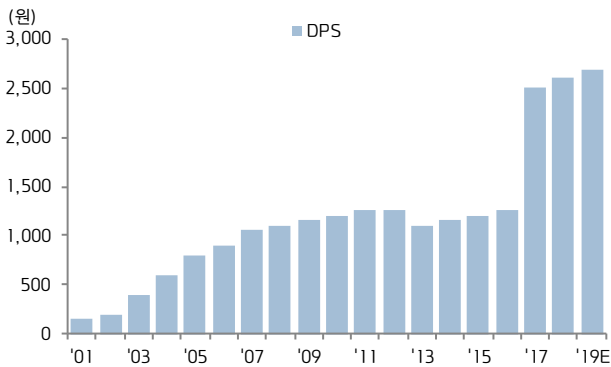
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



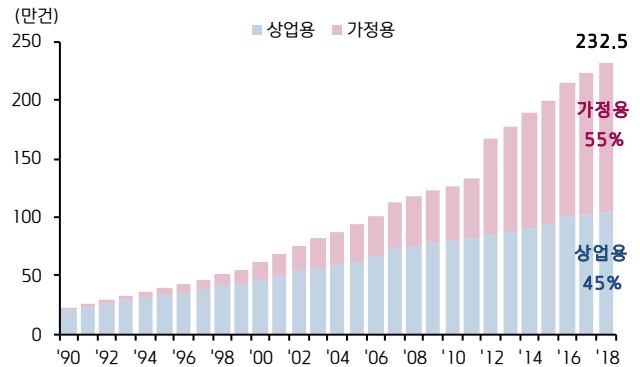
자료: 에스원, 키움증권

주당배당금 추이



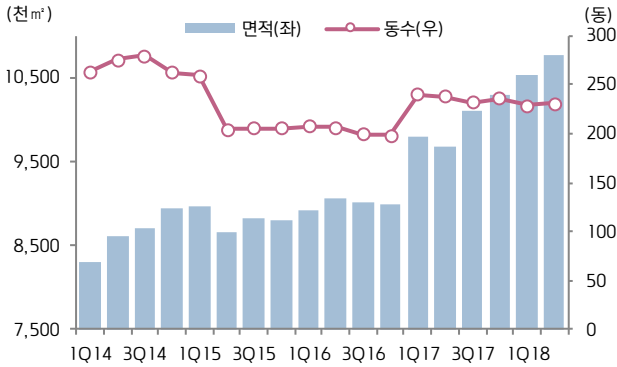
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



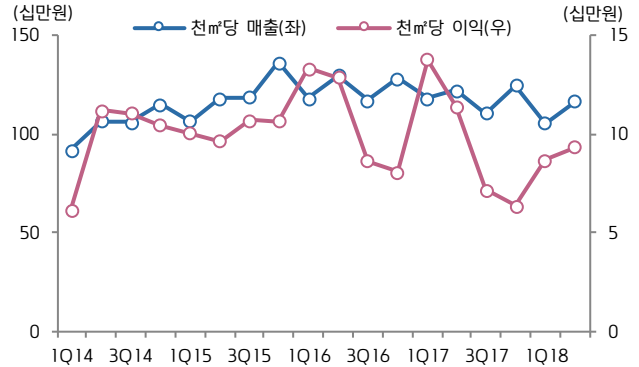
자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 및 동수 추이



자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 당 매출 및 이익 추정



주: 면적당 이익은 영업이익 기준으로 공통비 배분 감안 필요

자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스(Property & Facility Management) 현황 (2018년 2분기 기준)

구분	오피스	연주소	연구소	공장	후생/요양	기타	합계
동수	151	13	16	8	4	39	231
면적(천㎡)	4,413	392	2,179	1,398	378	2,008	10,768

자료: 에스원, 키움증권

건물관리 서비스 사업

구분	사업 내용
FM사업 (Facility Management)	시설운영, 유지보수, 보안, 미화, 주차, 안내 등 건물 시설관리 전반의 운영 및 유지관리 서비스를 제공하는 사업
PM사업 (Property Management)	건물의 예산 수립 및 관리, 임대차관리, 빌딩 운영수의 향상방안 수립, 부동산 운영 리스크관리, 투자자문, 기타 수입관리 등 고객의 부동산 가치를 극대화하는 사업
에너지 관리사업	원격관리 및 현장 설비관리 노하우를 ICT 기술로 융합한 네트워크 기반의 24시간 건물설비 원격관리 서비스와, 성과보증 기반의 건물 에너지관리 시스템인 BEMS(Building Energy Management System) 구축 및 운영이 중심이 되는 사업 - 아직 국내는 시장 개화 단계이나 향후 관련 정책 강화 및 시장의 니즈 확대에 높은 성장 전망

자료: 에스원, 키움증권

에스원의 Life Cycle에 따른 부동산 종합서비스 제공

신축/매입	인수	운영	노후	처분
물건 Sourcing 수익성 분석 적정가 매입 검토 상권 및 입지 분석 설계 검토 시설물 실사	자산인수 운영전략수립 계약 검토	임대마케팅 수익률 관리 시설관리 (건축/기계/전기/방재) 미화, 보안, 주차관리	리모델링 시설장비 교체	매수자 발굴 매각가 산정 시설물 실사

자료: 에스원, 키움증권

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

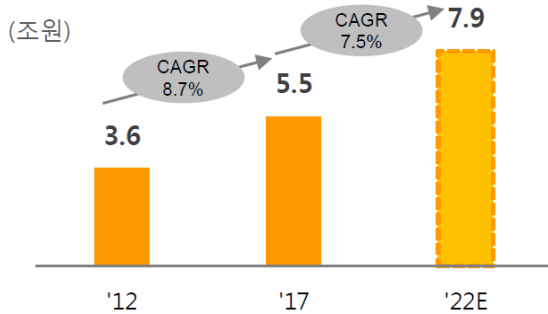
구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
에스원	8,693	9,966	10,624	12,461	13,485	14,654	14,874	15,893	16,609	17,356	18,137	18,953
yoy									4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ADT캡스	3,723	4,122	4,445	5,870	6,270	6,664	6,933	7,217	7,758	8,340	8,966	9,638
NSOK				282	333	611	712	934	1,004	1,079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

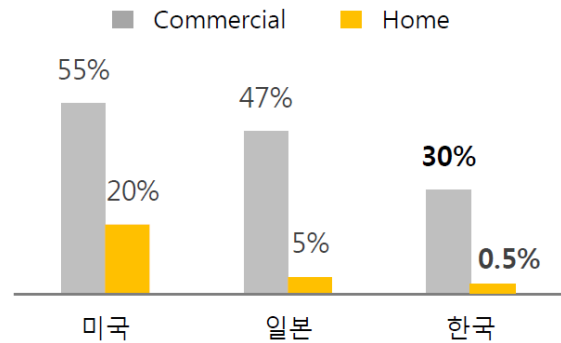
자료: 에스원, 키움증권

국내 물리보안 시장 규모



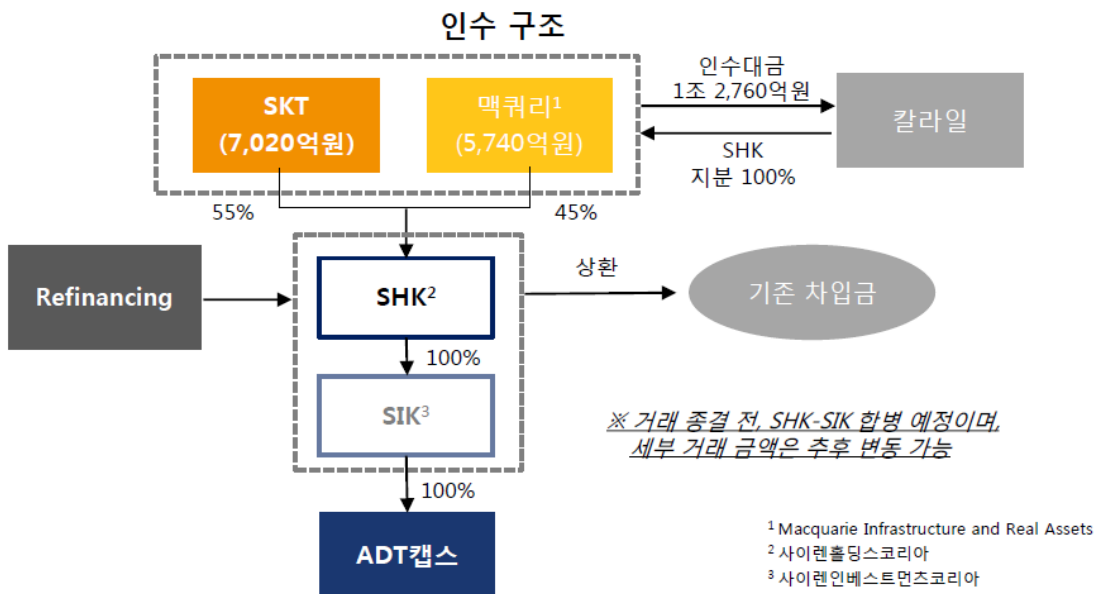
자료: Freedonia Research, SKT, 키움증권

보안 서비스 보급률 (2017년 기준)



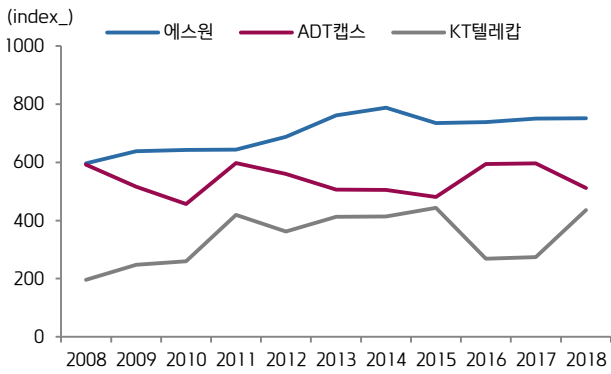
자료: LEK Consulting, SKT, 키움증권

SKT의 ADT캡스 인수 구조



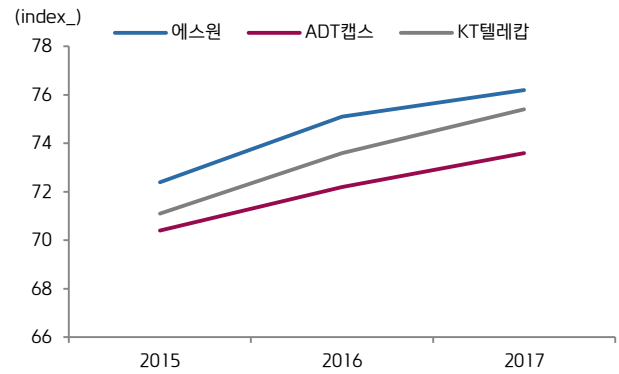
자료: SKT, 키움증권

K-BPI(Korea Brand Power Index) 추이



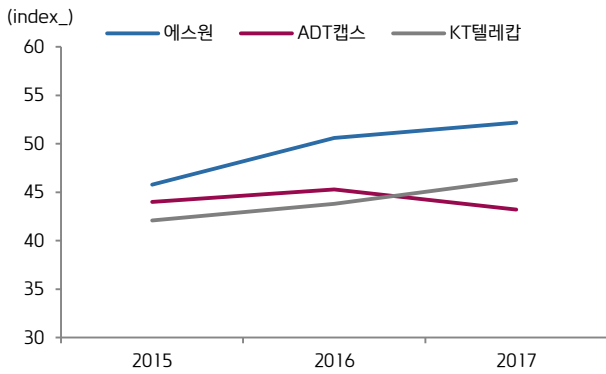
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KCSI(Korea Customer Satisfaction Index) 추이



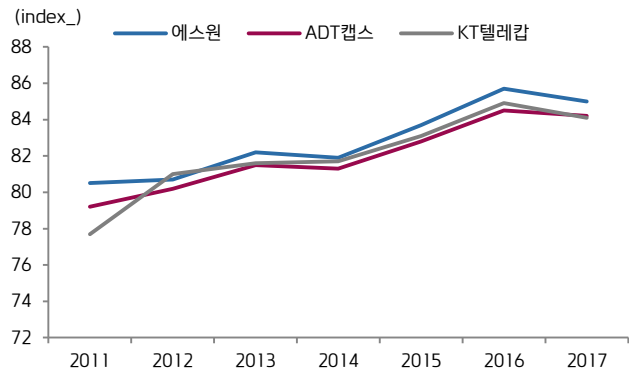
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KNPS(Korea Net Promoter Score) 추이



자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KS-SQI(Korean Standard-Service Quality Index) 추이



자료: 한국서비스품질지수, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,302	19,423	20,206	21,044	21,985
매출원가	12,808	13,760	14,562	15,156	15,800
매출총이익	5,493	5,663	5,644	5,889	6,185
판매비및일반관리비	3,437	3,637	3,626	3,735	3,863
영업이익(보고)	2,057	2,026	2,019	2,154	2,322
영업이익(핵심)	2,057	2,026	2,019	2,154	2,322
영업외손익	-195	-112	-27	-23	-11
이자수익	18	34	45	52	59
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	26	9	12
기타	-198	-171	-86	-83	-85
법인세차감전이익	1,862	1,914	1,992	2,131	2,311
법인세비용	456	481	522	549	592
유효법인세율 (%)	24.5%	25.1%	26.2%	25.8%	25.6%
당기순이익	1,405	1,433	1,469	1,582	1,719
지배주주지분순이익(억원)	1,405	1,433	1,469	1,582	1,719
EBITDA	3,506	3,500	3,531	3,707	3,919
현금순이익(Cash Earnings)	2,855	2,908	2,982	3,134	3,316
수정당기순이익	1,417	1,408	1,459	1,573	1,704
증감율(% YoY)					
매출액	1.7	6.1	4.0	4.1	4.5
영업이익(보고)	19.2	-1.5	-0.3	6.7	7.8
영업이익(핵심)	19.2	-1.5	-0.3	6.7	7.8
EBITDA	9.6	-0.2	0.9	5.0	5.7
지배주주지분 당기순이익	-8.5	2.0	2.5	7.6	8.7
EPS	-8.5	2.0	2.5	7.6	8.7
수정순이익	-11.2	-0.6	3.6	7.8	8.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,732	2,942	2,573	2,399	2,599
당기순이익	1,405	1,433	1,469	1,582	1,719
감가상각비	1,449	1,475	1,512	1,553	1,597
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	1	0	3	4
자산처분손익	15	-34	22	-2	-8
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-480	-437	-618	-542	-460
기타	339	504	187	-195	-253
투자활동현금흐름	-2,135	-2,247	-1,322	-1,214	-1,338
투자자산의 처분	-799	-1,130	-392	-420	-490
유형자산의 처분	2	101	1	1	1
유형자산의 취득	-1,336	-1,221	-1,255	-1,238	-1,246
무형자산의 처분	-2	-3	0	0	0
기타	-0	0	325	-7	-8
재무활동현금흐름	-410	-423	-845	-879	-913
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	-879	-913
기타	-5	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	185	270	405	306	349
기초현금및현금성자산	1,256	1,441	1,711	2,117	2,422
기말현금및현금성자산	1,441	1,711	2,117	2,422	2,771
Gross Cash Flow	3,932	3,867	3,962	4,138	4,352
Op Free Cash Flow	1,184	1,331	1,129	1,372	1,618

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,349	5,753	7,483	8,189	8,962
현금및현금성자산	1,441	1,711	2,118	2,423	2,772
유동금융자산	983	2,084	2,913	3,334	3,813
매출채권및유동채권	1,504	1,480	1,183	1,267	1,305
채고자산	358	412	411	437	452
기타유동비금융자산	63	66	858	727	619
비유동자산	10,255	10,062	9,895	9,568	9,121
장기매출채권및기타비유동채권	488	514	537	737	769
투자자산	73	172	130	126	132
유형자산	4,749	4,624	4,551	4,472	4,383
무형자산	4,786	4,589	4,505	4,055	3,649
기타비유동자산	158	163	172	180	188
자산총계	14,604	15,815	17,378	17,757	18,083
유동부채	2,880	2,928	3,250	3,107	3,071
매입채무및기타유동채무	1,200	1,209	1,792	1,924	2,084
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,680	1,719	1,457	1,183	988
비유동부채	724	809	896	715	270
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	724	809	896	715	270
부채총계	3,604	3,737	4,146	3,822	3,342
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	10,404	11,485	12,637	13,339	14,145
기타자본	-1,524	-1,526	-1,524	-1,524	-1,524
지배주주지분자본총계	10,999	12,078	13,232	13,935	14,741
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	10,999	12,078	13,232	13,935	14,741
순차입금	-1,441	-1,711	-2,118	-2,423	-2,772
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,698	3,772	3,867	4,162	4,524
BPS	33,045	35,884	34,823	36,672	38,793
주당EBITDA	9,227	9,212	9,292	9,755	10,314
CFPS	7,189	7,742	6,771	6,313	6,840
DPS	1,250	2,500	2,600	2,700	2,800
주가배수(배)					
PER	23.7	28.4	23.8	22.1	20.4
PBR	2.7	3.0	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	9.1	11.1	9.3	8.8	8.2
PCFR	11.7	14.0	11.7	11.2	10.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.2	10.4	10.0	10.2	10.6
영업이익률(핵심)	11.2	10.4	10.0	10.2	10.6
EBITDA margin	19.2	18.0	17.5	17.6	17.8
순이익률	7.7	7.4	7.3	7.5	7.8
자기자본이익률(ROE)	13.5	12.4	11.6	11.6	12.0
투자자본이익률(ROIC)	27.0	26.9	20.9	18.4	20.7
안정성(%)					
부채비율	32.8	30.9	31.3	27.4	22.7
순차입금비율	-13.1	-14.2	-16.0	-17.4	-18.8
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	11.9	13.0	15.2	17.2	17.1
채고자산회전율	42.9	50.4	49.1	49.6	49.5
매입채무회전율	14.5	16.1	13.5	11.3	11.0

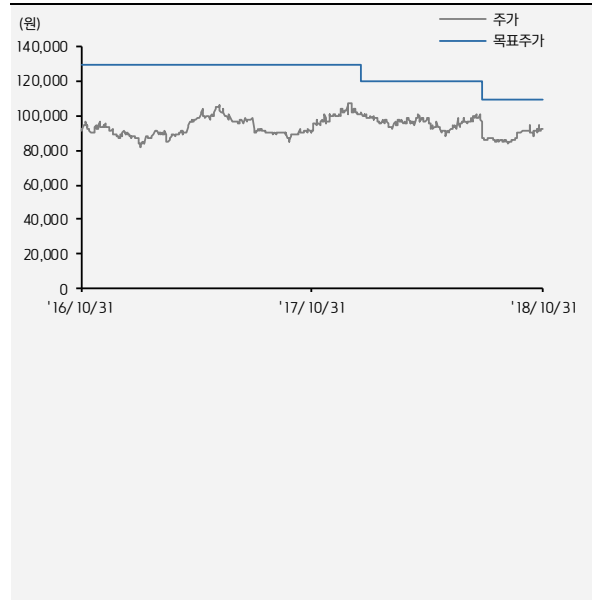
Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 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 주가 대비	최고 주가 대비
에스원 (012750)	2016/10/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-28.95	-25.62
	2017/01/11	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-29.40	-25.62
	2017/01/26	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-30.52	-25.62
	2017/03/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-30.54	-25.62
	2017/04/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-23.45	-18.46
	2017/07/19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-23.66	-18.46
	2017/08/01	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-26.73	-18.46
	2017/10/19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-29.80	-28.85
	2017/10/27	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-23.92	-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	-21.33	-20.55
	2018/08/09	Buy(Upgrade)	110,000원	6개월	-19.80	-13.91
	2018/10/31	Buy(Maintain)	110,000원	6개월		

목표주가 추이



* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%