

# 에스원(012750)

하회	부합	상회
영업이익의 컨센서스 대비를 의미		

## 무인화, 신기술 기반 신성장 동력 마련

4분기 매출, 영업이익은 예상 수준, 순이익은 법인세 추징으로 적자  
18년 수익성은 인건비 증가로 악화됐으나 19년에는 매출 증가로 회복될 것  
무인화, 자동화 시대 도래로 신기술 기반 보안 수요 급증 예상

### Facts : 실적은 대체로 예상치 수준

4분기 실적은 대체로 시장 예상치 수준이었다. 매출액은 5,268억원으로 예상치와 비슷했으나 영업이익은 446억원으로 예상치를 7.4% 하회했다. 인건비가 소폭 증가한 데다 광고선전비가 늘었기 때문이다. 에스원은 주 52시간 제도 도입 영향으로 직원수가 17년 12월 6,147명에서 18년 9월 6,636명으로 늘었다. 다만 순이익은 15년 자회사 매각 관련 법인세 추가 징수로 127억원 적자로 전환했다. 매출액은 상품판매와 통합보안(경비) 호조로 전년동기대비 6% 증가했다. 영업이익도 매출 증가와 17년 4분기의 일회성 비용(150억원) 반영에 따른 영향으로 17.2% 증가했다. 가입자당 매출액(ARPU)이 전분기대비 0.2% 늘어 증가세로 전환한 점은 고무적이었다.

### Pros & cons : 인건비 증가 부담 vs 신기술 기반 성장

19년 매출 증가율은 5.2%로 18년 3.9%를 상회할 전망이다. 보안 매출은 삼성그룹 투자확대와 해외수주로 늘어나고 건물관리도 임금상승이 가격인상으로 전가돼 증가할 것이기 때문이다. 18년 영업이익은 인건비 부담으로 전년대비 1.7% 감소했으나 19년은 매출 호조로 8.5% 증가해 수익성이 회복될 것으로 보인다. 이에 따라 영업이익률은 18년 9.9%에서 19년 10.2%로 상승할 전망이다.

무인화, 자동화 확대 추세에 따라 얼굴인식 출입 서비스, 무인점포 보안 등 신규 보안 수요가 늘고 있다. 첫째, 얼굴 인식 출입솔루션 서비스가 새로운 성장 동인이다. 일부 삼성 계열사를 시작으로 얼굴 인식 솔루션 공급이 본격화될 것이다. 얼굴 인식 시스템 매출액(상품판매 및 운용수익)은 3~5년간 3천억원에 달할 것으로 보인다. 둘째, 에스원은 무인화 시대 도래로 수혜가 클 전망이다. 최저임금 인상으로 무인 점포가 증가해 보안 수요가 증가할 것이다. 무인주차 시스템, 무인터널 안전 시스템도 보안 수요 증대 요인이다. 주 52시간제 도입에 따른 균태관리 시스템 등으로 신규 시장 창출이 예상된다.

## 매수(유지)

**목표주가: 122,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(1/28)	2,177
주가(1/28)	103,500
시가총액(십억원)	3,933
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	105,500/84,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,965
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.3/55.3
주요주주(%)	Secom Co Ltd 25.7
	삼성SDI 외 5 인 20.6

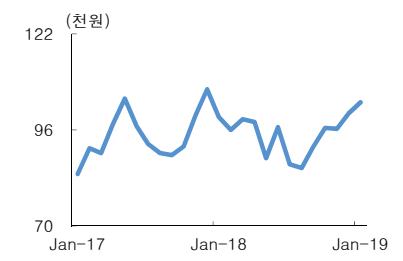
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	25.2	34.0	21.5
PBR(x)	3.0	2.8	2.7
ROE(%)	12.4	8.4	12.8
DY(%)	2.3	2.4	2.7
EV/EBITDA(x)	10.1	9.6	8.8
EPS(원)	4,239	3,046	4,825
BPS(원)	35,884	36,549	38,531

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.0	19.1	4.4
KOSPI 대비(%p)	(3.7)	24.2	19.9

### 주가추이



자료: FnGuide

양종인

jiyang@truefriend.com

## Action : 매수의견과 목표주가 122,000원 유지

에스원에 대한 매수의견과 목표주가 122,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 forward EPS에 목표 PER 25.2배(과거 4년 평균을 4.2% 할증)를 적용해 산출했다. 매수의 근거는 높은 성장세 지속, 무인화 시대 도래에 따른 보안 수요 증가, 얼굴인식 출입관리 등 신기술 기반 신성장 동력, 주주친화적 배당정책 등이다. 최근 주가 상승에도 19년 예상 배당수익률이 2.7%에 달한다.

<표 1> 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	497.0	480.3	494.3	516.9	526.8	1.9	6.0	530.1
영업이익	38.1	57.5	44.5	52.5	44.6	(15.0)	17.1	48.3
영업이익률	7.7	12.0	9.0	10.2	8.5	(1.7)	0.8	9.1
세전이익	33.1	60.2	42.5	53.3	42.5	(20.3)	28.4	46.2
순이익	23.9	44.1	30.9	40.7	(12.7)	NM	NM	34.3

자료: Quantewise, 에스원, 한국투자증권

<표 2> 연결기준 이익 추이 및 전망

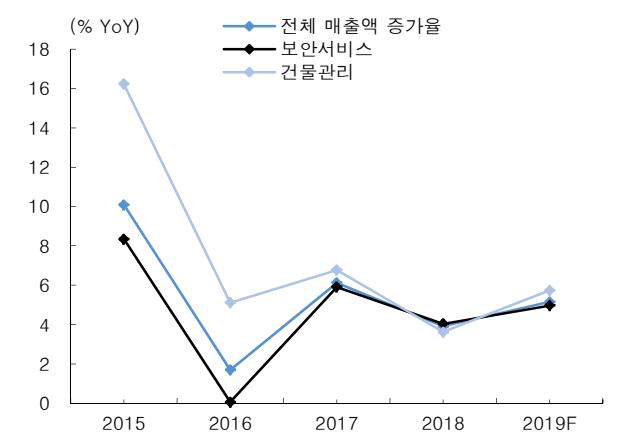
(단위: 천명, 천원, 십억원, %)

	2017				2018				2017	2018	4Q18P		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP			QoQ	YoY	Consensus
<b>보안시스템 가입자수</b>													
유지	675.0	688.9	701.5	711.5	724.1	736.3	747.5	757.8	711.5	757.8	1.4	6.5	
순증	16.5	13.9	12.5	10.0	12.6	12.2	11.2	10.3	52.9	46.3	(7.6)	3.3	
ARPU	116.5	113.9	113.8	114.3	111.5	112.5	109.8	110.1	114.6	111.0	0.2	(3.7)	
(증가율, QoQ)	(0.3)	(2.3)	(0.1)	0.4	(2.5)	0.9	(2.4)	0.2	(3.7)*	(3.2)*			
매출액	469.6	489.9	485.7	497.0	480.3	494.3	516.9	526.8	1,942.3	2,018.3	1.9	6.0	530.1
보안시스템 서비스	383.0	398.8	404.0	403.2	402.9	397.4	434.8	431.1	1,589.0	1,666.2	(0.9)	6.9	
시스템 보안	240.9	242.1	245.5	250.7	250.0	253.5	253.2	256.9	979.2	1,013.6	1.5	2.5	
상품판매	66.3	81.6	79.6	72.0	70.2	69.9	90.6	83.8	299.5	314.5	(7.5)	16.4	
통합보안	71.8	69.9	74.8	78.6	79.9	72.9	88.8	88.8	295.1	330.4	(0.0)	13.0	
건물관리	115.7	118.4	111.9	128.2	111.3	125.9	120.3	133.9	474.2	491.4	11.3	4.4	
콜센터/텔레마케팅	2.5	2.5	3.0	2.7	2.8	2.6	3.3	2.8	10.7	11.5	(15.2)	3.7	
기타	4.0	5.2	4.1	1.9	2.8	1.1	2.2	1.6	15.2	7.7	(27.3)	(15.8)	
내부매출 차감	31.6	29.8	33.6	37.0	36.7	31.6	41.5	41.0	132.1	150.8	(1.2)	10.5	
영업이익	58.2	50.2	56.2	38.1	57.5	44.5	52.5	44.6	202.6	199.1	(14.9)	17.2	48.3
법인세차감전순이익	54.3	47.6	56.4	33.1	60.2	42.5	53.3	42.5	191.4	198.6	(20.3)	28.4	
당기순이익	40.1	35.7	43.6	23.9	44.1	30.9	40.7	(12.7)	143.3	103.0	NM	NM	
지배주주지분 순이익	40.1	35.7	43.6	23.9	44.1	30.9	40.7	(12.7)	143.3	103.0	NM	NM	34.3

주: \* 표시 17년, 18년 ARPU 증가율은 연간 기준

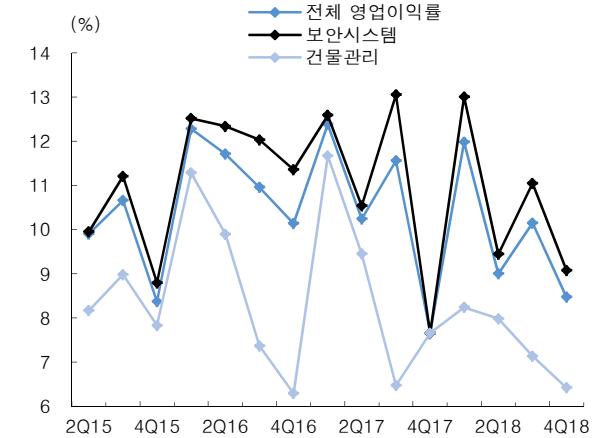
자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 1] 사업부별 매출 증가율



자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 2] 사업부별 영업이익률



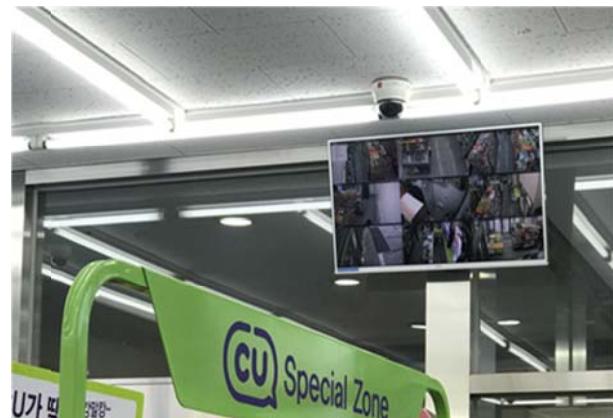
자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 3] 에스원의 얼굴인식 출입 시스템



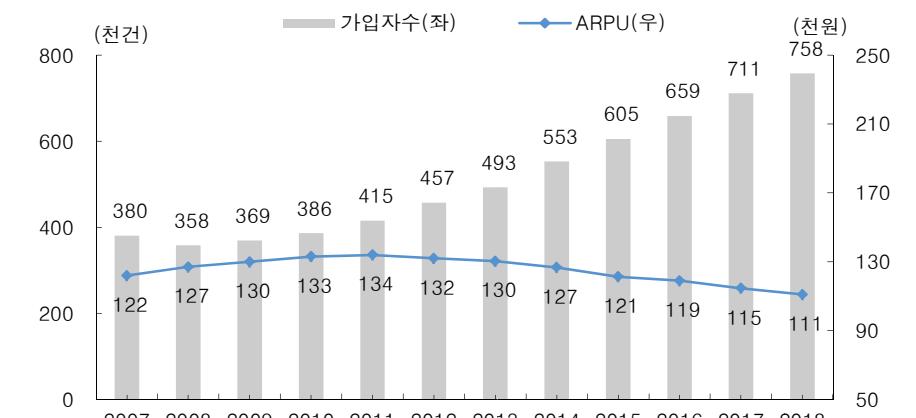
자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 4] 무인 매장 지능형 보안 CCTV와 TV



자료: 에스원, 한국투자증권

[그림 5] 에스원 유지계약건수(가입자)와 가입자당 매출액(ARPU)



자료: 에스원, 한국투자증권

〈표 3〉 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	61.1	71.2	93.4
<b>합산</b>	<b>1,668</b>	<b>1,754</b>	<b>2,071</b>	<b>2,189</b>	<b>2,405</b>	<b>2,464</b>	<b>2,598</b>
<b>증가율</b>	<b>16.4</b>	<b>5.1</b>	<b>18.1</b>	<b>5.7</b>	<b>9.9</b>	<b>2.5</b>	<b>5.4</b>
점유율(%)							
에스원	59.7	57.8	60.2	58.1	57.3	56.2	56.5
ADT 캡스	24.7	25.3	28.3	28.6	27.7	28.1	27.8
KT 텔레캅	15.5	16.9	11.5	11.7	12.5	12.7	12.1
NSOK	0.0	0.0	0.0	1.5	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. NSOK와 ADT캡스는 SK그룹 계열사로 2018년 12월에 합병

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 4〉 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	61.1	71.2
영업이익					(2.4)	(5.7)	(5.8)
영업이익률					(7.2)	(9.3)	(8.1)
순이익					(2.0)	(5.6)	(7.0)
순이익률					(5.9)	(9.2)	(9.8)
							(17.7)

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

자료: 각사, 한국투자증권

## 기업개요

에스원은 1977년 11월 한국경비실업 주식회사로 설립되어 1981년에 국내 최초로 시스템경비 영업을 시작. 2013년 11월에 삼성물산(합병 전 에버랜드)으로부터 건물관리사업을 양수. 2015년 8월 정보보안 업체인 시큐아이를 삼성SDS에 매각. 2017년 기준 보안시스템, 건물관리, 콜센터 사업의 매출 비중은 각각 75.3%, 24.2%, 0.5%. 주력 사업인 보안서비스는 70만 가입자를 확보. 매출기준 국내 시장점유율이 56%에 달함.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	435	575	668	836	943
현금성자산	144	171	323	361	445
매출채권및기타채권	151	150	155	212	223
재고자산	36	41	43	45	47
비유동자산	1,025	1,006	1,014	1,028	1,042
투자자산	6	6	7	7	7
유형자산	475	462	449	434	419
무형자산	479	459	477	501	526
자산총계	1,460	1,582	1,681	1,864	1,985
유동부채	288	293	364	467	502
매입채무및기타채무	218	217	225	237	248
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	72	81	84	88	93
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	360	374	448	555	595
지배주주지분	1,100	1,208	1,233	1,308	1,391
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	193	193	193	193	193
기타자본	(156)	(156)	(156)	(156)	(156)
이익잉여금	1,040	1,149	1,167	1,235	1,311
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,100	1,208	1,233	1,308	1,391

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,830	1,942	2,018	2,122	2,226
매출원가	1,281	1,376	1,469	1,540	1,611
매출총이익	549	566	549	582	615
판매관리비	344	364	350	366	383
영업이익	206	203	199	216	232
금융수익	2	3	8	9	6
이자수익	2	3	4	5	6
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(21)	(15)	(9)	(7)	(6)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	186	191	199	218	236
법인세비용	46	48	96	54	59
연결당기순이익	141	143	103	163	177
지배주주지분순이익	141	143	103	163	177
기타포괄이익	20	7	7	7	7
총포괄이익	161	150	110	170	184
지배주주지분포괄이익	161	150	110	170	184
EBITDA	351	350	345	363	379

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	273	294	312	353	345
당기순이익	141	143	103	163	177
유형자산감가상각비	145	147	146	147	146
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(48)	(44)	63	42	22
기타	35	48	0	1	0
투자활동현금흐름	(214)	(225)	(76)	(220)	(159)
유형자산투자	(134)	(122)	(142)	(142)	(142)
유형자산매각	0	10	10	10	10
투자자산순증	(80)	(113)	7	6	6
무형자산순증	(0)	0	(18)	(25)	(24)
기타	0	0	67	(69)	(9)
재무활동현금흐름	(41)	(42)	(85)	(95)	(101)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(41)	(42)	(85)	(85)	(95)
기타	0	0	0	(10)	(6)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	19	27	152	38	84

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,157	4,239	3,046	4,825	5,228
BPS	33,045	35,884	36,549	38,531	40,692
DPS	1,250	2,500	2,500	2,800	3,000
성장성(%), YoY					
매출증가율	1.7	6.1	3.9	5.2	4.9
영업이익증가율	19.2	(1.5)	(1.7)	8.5	7.5
순이익증가율	(8.5)	2.0	(28.2)	58.4	8.3
EPS증가율	(8.5)	2.0	(28.2)	58.4	8.3
EBITDA증가율	9.6	(0.2)	(1.5)	5.2	4.4
수익성(%)					
영업이익률	11.2	10.4	9.9	10.2	10.4
순이익률	7.7	7.4	5.1	7.7	7.9
EBITDA Margin	19.2	18.0	17.1	17.1	17.0
ROA	9.8	9.4	6.3	9.2	9.2
ROE	13.5	12.4	8.4	12.8	13.1
배당수익률	1.4	2.3	2.4	2.7	2.9
배당성향	30.1	59.0	82.1	58.0	57.4
안정성					
순차입금(십억원)	(242)	(380)	(464)	(573)	(668)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	21.1	25.2	34.0	21.5	19.8
PBR	2.7	3.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	8.4	10.1	9.6	8.8	8.2

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
에스원(012750)	2016.12.29	매수	122,000원	-23.1	-12.3
	2017.12.29	1년경과		-22.1	-12.7
	2018.12.29	1년경과		-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 28일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

\* 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.