

# 에스원 (012750)

상업서비스

최남곤



02 3770 5604  
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>122,000원 (I)</b>
현재주가 (2/18)	<b>103,000원</b>
상승여력	<b>18%</b>

시가총액	39,139억원
총발행주식수	37,999,178주
60일 평균 거래대금	51억원
60일 평균 거래량	50,196주
52주 고	105,500원
52주 저	84,300원
외인지분율	55.18%
주요주주	Secom Co Ltd 25.65%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.4)	7.5	7.2
상대	(5.3)	1.8	17.4
절대(달려환산)	(2.0)	7.5	2.3

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,078	5.7	-3.6	5,074	0.1
영업이익	644	11.9	44.4	463	39.0
세전계속사업이익	672	11.5	58.8		
지배순이익	491	11.5	흑전		
영업이익률 (%)	12.7	+0.7 %pt	+4.2 %pt	9.1	+3.6 %pt
지배순이익률 (%)	9.7	+0.5 %pt	흑전		

자료: 유안타증권

## 무인화 시대를 맞아 퀀텀 점프

### 목표주가 122,000원. 투자의견 Buy 제시

유안타증권은 에스원에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 122,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 12개월 forward EBITDA 3,678억원에 과거 상단 EBITDA 멀티플 11.3배를 적용해서 산출했다. 에스원의 투자 포인트는 ①종합 안심 솔루션 기업으로의 변신, ②현금 흐름 누적에 따른 자본 축적, ③노령화, 무인화 테마에 부합하는 보안 서비스 사업 모델 부각 가능성이다. 주 52시간 도입에 따른 인력 확충(인건비 증가) 영향으로 18년 EPS는 전년 대비 4.4% 감소했다. 하지만 ①삼성그룹 투자 확대, ②보안서비스 매출 증가, ③18년도 인건비 증가에 따른 기저효과로 인해 2019년 EPS는 전년 대비 25.2% 증가할 것으로 전망된다. 영업이익률은 2018년 9.5% → 2019년 10.8%로 상승할 전망이다.

### 무인화 수혜로 멀티플 할증에 대한 공감대 형성 가능

에스원의 주가는 2015년 이후 8.5만원 ~ 10.5만원의 밴드 안에서 움직이는 흐름이 전개됐다. 현 주가 수준은 장기 박스권의 상단에 위치함에 따라 Valuation 수준에 대한 도전이 직면한 상황이다. 하지만 유안타증권에서는 에스원이 Peer 그룹의 멀티플과 비교해 프리미엄을 받을 자격이 충분하다고 보고 있다. ①물리 보안 시장의 고성장 환경, ②경쟁사 대비 기술적 우위, ③무인화 및 스마트시티 정책 변화에 따른 수혜가 기대되기 때문이다. 특히 무인화 사업 모델을 통해 새로운 형태의 질적 성장 가능성이 투자자에게 확인되면, 멀티플이 증폭되면서 주가는 기존의 밴드 상단을 넘어설 가능성이 높을 것으로 전망된다.

### 무인화 서비스를 통해 질적 성장 가시화. 향후 종합 무인 솔루션 포트폴리오 확대

무인화에 대한 당위성은 ①인구 노령화, ②유통업태(온라인-오프라인)간 경쟁, ③사업 주체의 비용 절감 니즈 등으로부터 파생된다. 현 시점에서는 고용에 대한 이슈가 워낙 첨예하기 때문에 공론화 과정에서 논란이 있겠지만, 인구 노령화에 따른 단순 노동 인구 부족, 글로벌 온라인 업체의 기술 경쟁력에 기반한 한국 유통 시장 침투 등의 다양한 원인으로 인해 '소매점포의 무인 서비스화'는 상당히 빠른 속도로 진행될 전망이다. 유안타증권은 점포 무인화 확산 과정에서 보안 솔루션 ARPU의 상승 가능성에 주목하고 있다. 현재 월 4~5만원 수준의 일반 점포용 세콤 가격은 무인화 솔루션 적용 시 10만원 중반 이상으로 높아질 전망이다. 당사는 BGF 리테일과 제휴하여 10개의 파일럿 점포에 동사의 무인 솔루션을 시범적으로 적용하고 있다. 이마트24의 11개 매장은 동사의 보안 솔루션을 상품 형태로 도입하여 무인화 서비스를 제공하고 있다. 보안 솔루션 제공에 그치지 않고 당사는 AI 계산대, 재고관리 시스템, 얼굴 인식 기반의 생체 인증 기술을 개발하여 종합적인 무인 솔루션 포트폴리오를 완성했다.

결산 (12월)	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액	19,423	20,183	21,327	22,809
영업이익	2,026	1,991	2,262	2,535
지배순이익	1,433	1,031	1,665	1,872
PER	24.9	38.0	23.5	20.9
PBR	2.6	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.1	10.6	9.6	8.7
ROE	12.4	8.3	12.6	13.3

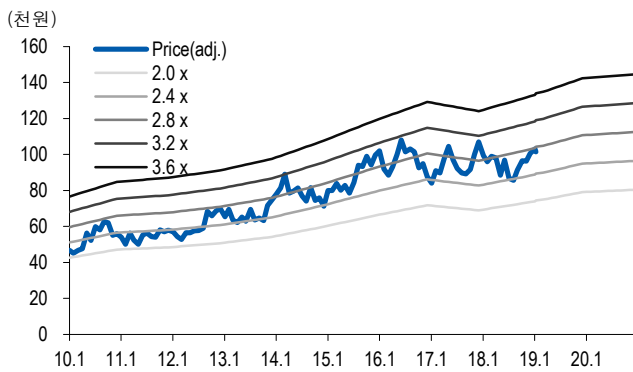
자료: 유안타증권

## Investment Summary

유안타증권은 에스원에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 122,000원으로 분석을 재개한다. 목표주가는 12개월 forward EBITDA 3,678억원에 과거 상단 EBITDA 멀티플 11.3배를 적용해서 산출했다. 에스원의 투자 포인트는 ①종합 안심 솔루션 기업으로의 변신, ②현금 흐름 누적에 따른 자본 축적, ③노령화, 무인화 테마에 부합하는 보안 서비스 사업 모델 부각 가능성이다.

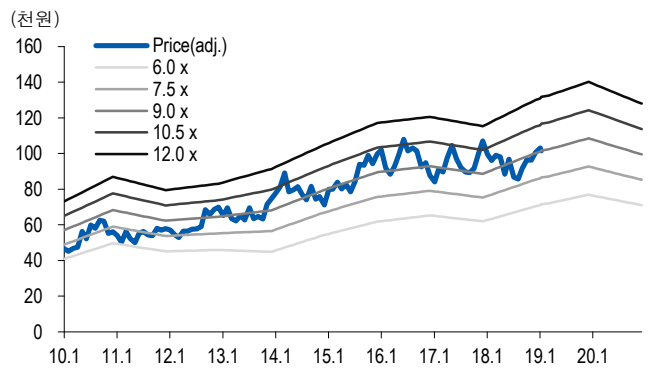
주 52시간 도입에 따른 인력 확충(인건비 증가) 영향으로 18년 EPS는 전년 대비 4.4% 감소했다. 하지만 ①삼성그룹 투자 확대, ②보안서비스 매출 증가, ③18년도 인건비 증가에 따른 기저효과로 인해 2019년 EPS는 전년 대비 25.2% 증가할 것으로 전망된다. 영업이익률은 2018년 9.5% → 2019년 10.8%로 상승할 전망이다.

[그림 1] P/B 밴드



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] EV/EBITDA 밴드



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 에스원 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	10,261	10,965	12,741	16,347	17,996	18,302	19,423	20,183	21,327
영업이익	1,672	1,346	1,309	1,527	1,726	2,057	2,026	1,991	2,262
영업이익률	16.3%	12.3%	10.3%	9.3%	9.6%	11.2%	10.4%	9.9%	10.6%
지배순이익	1,263	1,009	805	1,095	1,536	1,405	1,433	1,030	1,665
지배순이익률	12.3%	9.2%	6.3%	6.7%	8.5%	7.7%	7.4%	5.1%	7.8%

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

### 멀티플 할증에 대한 공감대가 형성될 것

주요 해외 보안/건물 관리 회사의 멀티플과 비교 시, 에스원은 평균 수준에서 거래되고 있다. 상대적인 Valuation 관점에서는 ‘저평가’로 보기는 힘들다는 의미이다. 다양한 경쟁 요인 발생, 정부 정책 변화에 따른 영향 등으로 이익 증가는 더딘 가운데, Valuation은 이미 상대적으로 높은 수준에서 거래되고 있어, 에스원의 주가는 2015년 이후 8.5만원 ~ 10.5만원의 밴드 안에서 움직이는 흐름이 전개됐다. 현 주가 수준은 장기 박스권의 상단에 위치함에 따라 Valuation 수준에 대한 도전이 직면한 상황이다. 하지만 유안타증권에서는 에스원이 Peer 그룹의 멀티플과 비교해 프리미엄을 받을 자격이 충분하다고 보고 있다. ①물리 보안 시장의 고성장 환경, ②경쟁사 대비 기술적 우위, ③무인화 및 스마트시티 정책 변화에 따른 수혜가 기대되기 때문이다. 특히 무인화 사업 모델을 통해 새로운 형태의 질적 성장 가능성이 투자자에게 확인되면, 멀티플이 증폭되면서 주가는 기존의 밴드 상단을 넘어설 가능성이 높을 것으로 전망된다.

[표 2] 실적 및 Valuation

에스원				일본 SECOM			
억원, x 배, %	2017	2018P	2019E	JPY mn, x 배, %	2017	2018E	2019E
매출액	19,423	20,183	21,327	매출액	928,098	958,300	1,008,354
영업이익	2,026	1,991	2,262	영업이익	131,050	135,279	129,096
순이익	1,433	1,031	1,665	순이익	86,436	85,929	85,620
P/E	24.9	38	23.5	P/E	20.7	23	23.1
P/B	2.6	2.7	2.6	P/B	1.9	2.1	2
EV/EBITDA	9.1	10.7	9.8	EV/EBITDA	7.8	9.2	9.4
ROE	12.4	8.3	12.6	ROE	10	9.3	8.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 실적 및 Valuation(북미)

(단위: USD mn, x 배, %)

ADT(북미)			CBRE(북미)			JLL(북미)					
	2017	2018E	2019E		2017	2018E	2019E		2017	2018E	2019E
매출액	4,316	4,549	4,820	매출액	14,210	21,005	22,363	매출액	7,932	6,387	6,519
영업이익	360	403	548	영업이익	1,070	1,107	1,249	영업이익	568	692	684
순이익	-294	451	640	순이익	704	1,082	1,140	순이익	403	509	511
P/E	-	10.3	7.5	P/E	21	14	13.2	P/E	16.9	12.6	12.5
P/B	-	1.3	1.3	P/B	3.7	3	2.6	P/B	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	-	6	5.8	EV/EBITDA	11.5	9.8	9.3	EV/EBITDA	9.9	8.6	8.6
ROE	-8.1	5.8	5.9	ROE	20	23.8	21	ROE	13.4	14.4	13.3

자료: 유안타증권 리서치센터

**국내 보안 시장의 성장성은 글로벌 평균에 비해 높을 것으로 전망**

국내 보안 시장의 성장률(4.1%)이 해외 주요국 보안 시장의 성장률에 비해 높을 것으로 전망된다.

문재인 정부는 ‘안전과 사람’ 중심의 스마트시티 사업에 드라이브를 걸고 있다. 2018년에는 많은 지방자치단체에서 기존의 통합 관제 센터를 스마트시티 사업으로 확대하면서 사업 기틀을 닦는데 집중했으나, 2019년부터는 사회 안전망 구축 투자 및 지능형 영상 관제의 도입이 활발해질 것으로 전망된다.

장기적으로는 노령화에 따른 보안 수요 확대가 전망된다. 한국은 전세계에서 유례 없는 속도로 노령 인구의 비중이 높아지고 있다. 국내 50세 이상의 인구 수는 현재의 30% 수준에서 20년 후에는 50% 이상으로 확대될 전망이다. 노인 가구수 증가에 따른 Home 보안 서비스 수요 증가가 나타날 전망이다. 또한 일할 인력이 부족하게 되면서 현재의 최저 임금 논쟁은 더 이상 의미 없는 시점에 도달하게 될 것이다. 부족한 인력을 기계와 시스템으로 대체하는 수요가 빠르게 확산될 전망이다.

[표 4] 국내 물리 보안 시장 전망 (단위: 억원)

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
CCTV 영상 감시	12,367	12,871	13,438	14,047	14,660
출입통제	3,830	3,983	3,978	4,149	4,278
알람 모니터링	2,477	2,526	2,640	2,780	2,816
생체인식	2,512	2,617	2,834	2,958	3,068
통합 보안 서비스	14,047	14,610	15,254	15,772	16,473
합계	35,233	36,607	38,144	39,706	41,295

자료: 시큐리티월드

[표 5] 세계 지역별 보안 시장 전망 (단위: 백만달러)

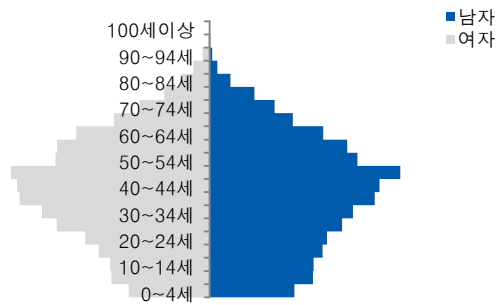
	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	CAGR
아프리카	34	36	38	41	43.1	6.2%
아시아-태평양	384	411	439	470	503	7.0%
중국	1538	1,586	1,635	1,665	1,737	3.1%
중앙아시아	19.2	20	20	20	20	1.4%
중동	148.5	159	171	183	197	7.3%
유럽	230	240	250	260	271	4.2%
남미	77	79	82	85	88	3.6%
북미	75	77	79	81	83	2.3%

자료: Frost & Sullivan Forecast to 2022

### 무인화는 거스를 수 없는 시대적 흐름. 에스원이 최대 수혜

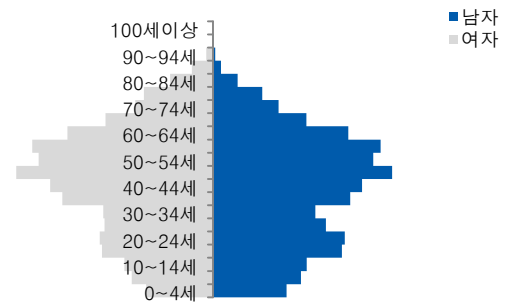
무인화에 대한 당위성은 ①인구 노령화, ②유통업체(온라인-오프라인)간 경쟁, ③사업 주체의 비용 절감 니즈 등으로부터 파생된다. 현 시점에서는 고용에 대한 이슈가 워낙 첨예하기 때문에 공론화 과정에서 논란이 있겠지만, 인구 노령화에 따른 단순 노동 인구 부족, 글로벌 온라인 업체의 기술 경쟁력에 기반한 한국 유통 시장 침투 등의 다양한 원인으로 인해 '소매점포의 무인 서비스화' 는 상당히 빠른 속도로 진행될 전망이다.

[그림 3] 서울 서초구의 연령별 인구구조



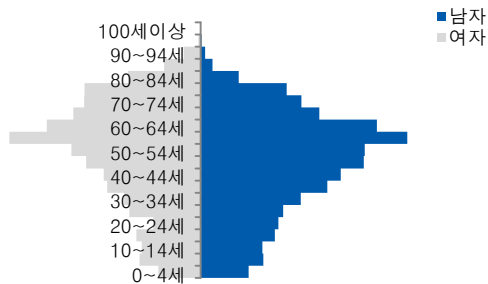
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 부산 해운대구의 연령별 인구구조



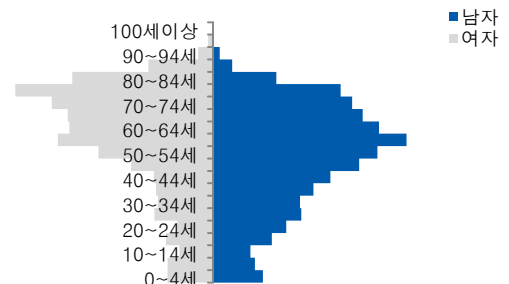
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 강원도 정선군의 연령별 인구구조



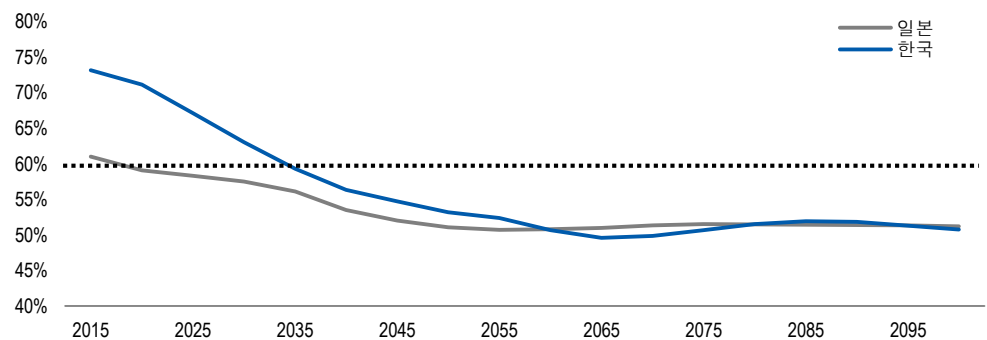
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 전라도 신안군의 연령별 인구구조



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 한국 VS 일본의 생산 가능 인구



자료: UN, 유안타증권 리서치센터

유안타증권은 점포 무인화 확산 과정에서 보안 솔루션 ARPU의 상승 가능성에 주목하고 있다. 현재 월 4~5만원 수준의 일반 점포용 세콤 가격은 무인화 솔루션 적용 시 10만원 증반 이상으로 높아질 전망이다. 현재 에스원은 CCTV를 통해 상품의 손상 및 도난에 대해 사후적으로 관리하는 서비스(4~5만원대 부가가치)를 제공하고 있으나, 무인 점포 솔루션을 통해서도 실시간 관제 시스템까지 서비스의 제공 범위를 넓히게 된다. 동사는 지능형 CCTV를 통해 고객의 움직임과 목소리 등을 인식한 뒤, 위험 상황을 자체적으로 판단하여 보안요원 출동까지 이어지게 한다(10~20만원대 부가가치). 이미 동사는 BGF 리테일과 제휴하여 10개의 파일럿 점포에 동사의 무인 솔루션을 시범적으로 적용하고 있다. 이마트24의 11개 매장은 동사의 보안 솔루션을 상품 형태로 매입하여 무인화 서비스를 제공하고 있다.

보안 솔루션 제공에 그치지 않고 동사는 AI 계산대, 재고관리 시스템, 얼굴 인식 기반의 생체 인증 기술을 개발하여 종합적인 무인 솔루션 포트폴리오를 완성했다. 언론 보도에 따르면 향후 편의점에 동사의 무인 결제 시스템을 공급할 계획으로 관련 기술을 확보하기 위한 M&A를 준비하고 있다. 또한 동사는 2018년 8월 얼굴 인식 기반의 생체 인식 서비스(CLES)를 출시했다. 현재는 QR 코드 혹은 바코드 기반의 인증 방식이 주류를 이루고 있으나, 향후 얼굴 인식 기반의 생체 인식 서비스로 전환될 것으로 전망된다. 당사는 중국 무인 편의점 탐방(19.1.20~21)을 통해 얼굴 인식 기반의 생체 인식에 의한 사용자 인증이 주류를 이루고 있음을 확인했다.

[그림 8] F-Pass 리더



F-Pass 리더

저조도 환경에서도 고성능의 얼굴인식 출입기능을 제공하는 실내용 리더

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] F-Pass 등록기



F-Pass 등록기

다각도에서 동시 촬영하여 신속한 얼굴 등록을 지원하는 기기

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] F-Pass 게이트



F-Pass 게이트

원거리 얼굴인식 기술을 적용한 로비 보안용 게이트

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] F-Pass 워크스루



F-Pass 워크스루

원거리 얼굴인식 기술을 적용한 doorless 형태 게이트

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 에스원 & CU 합작 무인 매장



자료: 블로그 이미지, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 에스원 & CU 합작 무인 매장



자료: 블로그 이미지, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 에스원 & CU 합작 무인 매장



자료: 블로그 이미지, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 에스원 & CU 합작 무인 매장



자료: 블로그 이미지, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 에스원의 주요 기술 개발 실적

연 도	과제명	개발 내용
2016년	방법 연동 출입 시스템	1,200명 이상의 출입제어 요구시장 대응 및 출입전용 상품 필요로 출입관리 전용 또는 출입관리 및 방법 서비스 제공 가능한 시스템 개발
	멀티카메라 연동 추적 기술	학습기반 지능형 영상분석기술 확보를 통해 카메라 네트워크를 활용한 객체추적 기술을 확보하고, 현재 진행중인 후방경계 과학화, 터널 유고감지 시스템등에 적용
	모바일카드 시스템	스마트폰의 NFC 기능을 활용하여 출입카드 관리 체계 개선 및 모바일카드 인증 시스템 구축을 통해 보안성 강화로 경쟁력 확보
	차량관제 시스템	UVIS 통근버스 관리기능을 기반으로 주말버스, 지원버스, 업무차량까지 추가하여 고객의 모든 차량을 효율적으로 관리할 수 있는 기능 추가
	근대지문리더	기존 세콤지문리더 4종(125KHz, 13.56MHz, 한글, 영문)을 1종(13.56MHz, 한글+영문) 으로 통합 및 지문데이터 호환가능 제품 개발
	미 인가자 출입 감시용 얼굴인식기술	S-1 Access 얼굴인식 출입 인증 솔루션 경쟁력 강화를 위해 솔루션 구축에 필요한 얼굴 인증 서버 수 감소와 1:N 인식 기반 솔루션 개발 추진
2017년	얼굴인식리더 개발	컨트롤러 및 S/W 와 연동되는 임베디드형 얼굴인식리더 개발
	영상 SIP 솔루션도입	영상 SIP 솔루션을 도입하고 영상상품(NVR 및 PC 뷰어)의 개선
	V3 잔류자 안전 확인 솔루션	V3 운영서버의 출입이력과 BLE 스캐너를 통해 수집되는 신호를 이용하여, 비상시 구역별 잔류자의 현황과 위치를 확인하는 솔루션
	PC 형 얼굴인식 관제시스템 선진화	V3 클라우드 솔루션 운영 S/W 및 액세스 컨트롤러와 연동하여 얼굴인식 출입관리 관제상황관리 업무효율 제고를 위한 UX 개선 및 자동화 개발
	클라우드 운영서버(CLES 매니저)	고객사 서버 노후화에 따른 교체시기 도래함에 따라 빠른 기술지원 및 시스템 운영 효율화. 고객 서비스 강화를 위한 클라우드 서비스로 개발 추진
	내방객 보안 솔루션	내방객용 모바일 서비스를 지원하여 고객사를 방문하는 내방객의 출입절차 간소화. 내방객의 모바일 기기 락 설정
2018년	H.265 2M 카메라 야간 화질 강화	IP 카메라의 야간화질 성능 강화를 통한 우수한 야간화질과 2배의 저장기간으로 개발
	BEMS 버전업	BEMS 솔루션 "에너지 사용량 예측 산정" 기능 개발 에너지 사용량 예측 정확도 향상

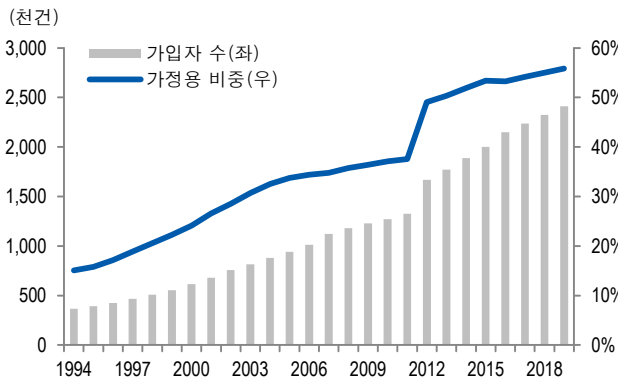
자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터



### 인구 노령화 → 가정용 보안서비스 비중 확대는 자명

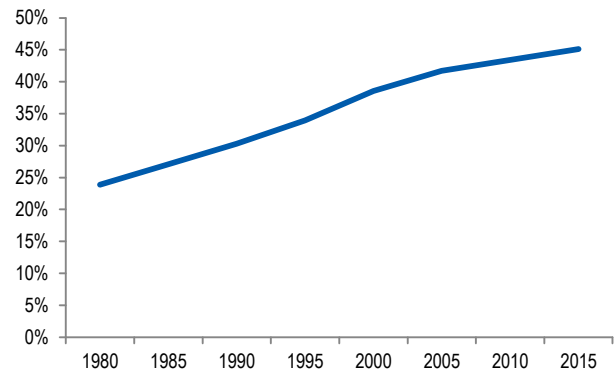
일본 Secom 과 한국 에스원의 가정용 가입 비중은 55% VS 15%로 현격한 차이를 보이고 있다. 1990년대 초반 이후 일본 Secom 의 가정용 비중은 10% 초반에서 55%까지 빠른 속도로 상승했다. 다양한 변수 중에서도 가장 주목되는 점은 일본 인구의 빠른 노령화이다. 일본의 50세 이상 인구는 1990년 대 초반 30%에서 최근에는 45% 수준까지 높아졌다. 국내에서도 50세 이상 인구 비중이 20년 후 50% 수준(현재 30%)까지 높아질 것이라는 점을 감안하면, 가정용 보안서비스 비중의 확대는 자명해 보인다.

[그림 16] 일본 Secom 의 가정용 비중 추이



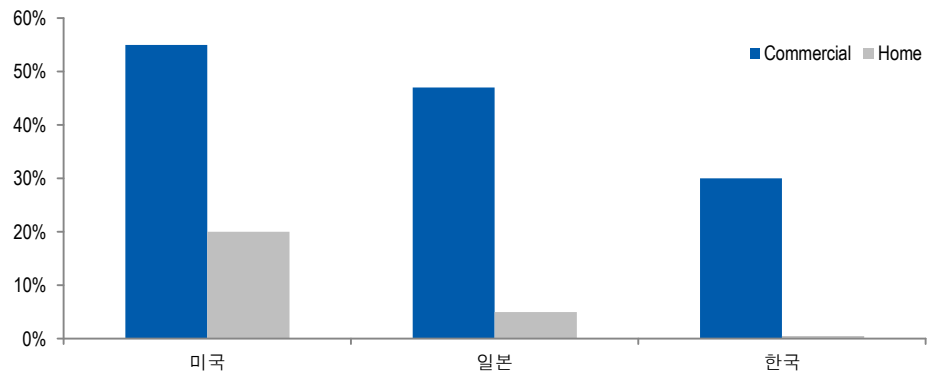
자료: SECOM, 에스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 일본의 50세 이상 인구 추이



자료: 일본 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 보안 서비스 보급률 비교



자료: LEK Consulting, ADT 캡스, 유안타증권 리서치센터

### ADT 캡스 대주주 변경 & 5G 상용화 → 물리보안 + ICT 기술 융합 원년

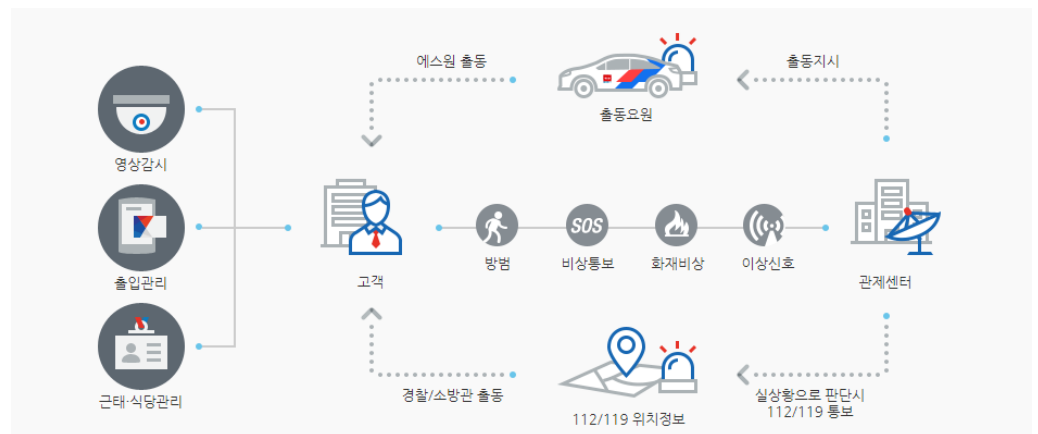
2019년은 국내 물리 보안 시장에 ICT 기술이 본격적으로 융합되면서, 새로운 성장 기회가 커질 것으로 전망된다. 5G 기반의 네트워크 인프라가 고도화되면서 영상 클라우드, AI 기술이 적용된 VSaaS(Video Surveillance as a Service) 서비스 경쟁이 활성화 될 전망이다. 무인 편의점 서비스 모델의 확보로 수요 측면에서의 긍정적 변화가 기대되는 가운데, 공급자 관점에서는 SK텔레콤, ADT캡스, NSOK, SK인포섹 간의 물리적 결합이 ICT 기반 기술 도입을 앞당길 것으로 전망하고 있다. 이러한 변화는 경쟁사인 KT & KT텔레캅의 적극적 대응을 촉발 시키면서, 물리 보안 시장에 빠른 속도로 클라우드, IoT, 5G 기술이 접목될 것으로 전망된다. 에스원은 이러한 움직임에 대응하여, LG유플러스와의 전략적 제휴를 단행했다. 기존 에스원, ADT캡스, KT텔레캅 간의 경쟁에서, LG유플러스, SK텔레콤, KT가 결합된 경쟁 구도로 변화될 것이다. 향후 보안 서비스 시장의 경쟁은 '새로운 기술 도입 등을 근간으로 하는 서비스 경쟁 중심'으로 전개될 전망이다. 잠재적으로 경쟁을 주도할 가능성이 높은 ADT캡스는 2021년 기업 가치 4조원 달성이라는 대내외적 목표 달성을 위해, 무분별한 가격 경쟁보다는 수익성을 동반한 기술 성장 전략을 추구할 것으로 전망된다. 보안서비스의 질적 향상 경쟁, 고객 다변화를 위한 방향으로의 경쟁 변화를 예상하는 이유이다. 물론 이러한 목표를 달성하기 위해 제휴사인 LG유플러스와 어떤 그림을 만들어 낼지에 대해서는 분명하게 Follow up 할 필요가 있다.

[그림 19] 에스원의 다양한 지능형 영상 분석 기능



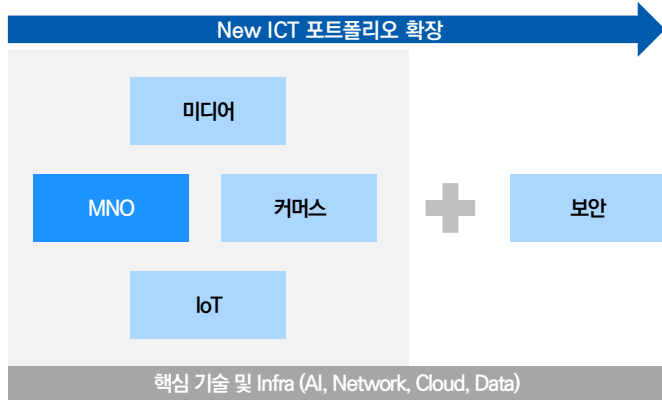
자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 에스원의 상업용 보안 서비스 구성도



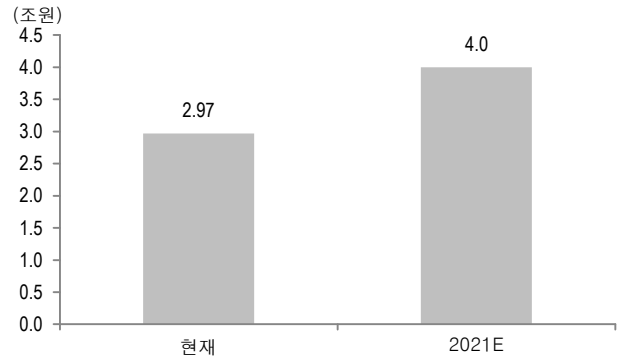
자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

[그림21] SKT의 2021년 ICT 포트폴리오 성장 목표



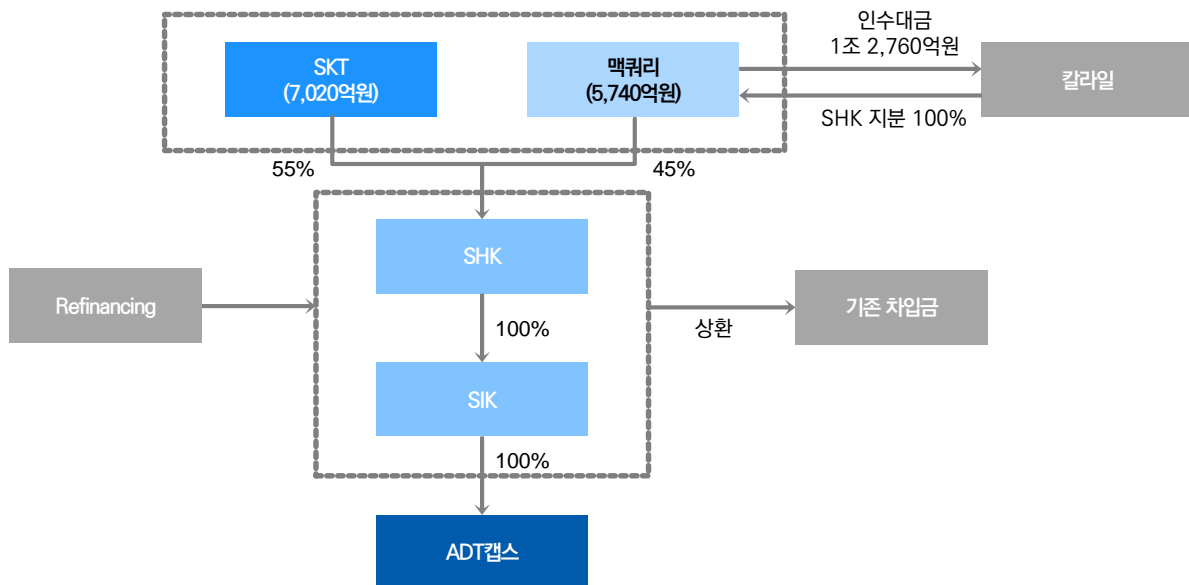
자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림22] ADT 캡스 2021년 성장 목표 - 보안사업 Enterprise Value



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[그림23] ADT 캡스 인수 구조



자료: SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

### 건물 관리 사업의 확장은 멀티플 할증에 도움이 되는 요소

사업 구조 측면에서 건물 관리 사업의 확장은 Valuation 에 플러스가 되는 요소이다. 해외 Peer 그룹의 경우, 건물 관리 회사의 평균 Valuation 멀티플은 보안 사업의 멀티플에 비해 높다. 성장성과 마진 창출력 측면에서 상당한 격차를 보여주기 때문이다. 동사는 2014년 삼성에버랜드로부터 건물관리 사업을 양수 받고, 2015년에는 부동산 종합 서비스 브랜드 ‘블루에셋’ 을 론칭했다. 동사는 '16년 블루에셋 기술교육센터 개관('16년), '16년부터 '18년까지 3년 연속으로 한국서비스대상 빌딩관리부문 대상을 수상하는 등 서비스 품질에 대한 객관적인 검증이 이뤄졌다. 판교 알파돔 시티, 용산 아모레퍼시픽 신사옥, NS 홈쇼핑, 파라다이스 시티, 롯데월드타워, IFC 등 블루에셋이 건물 관리를 담당하는 시설만 221개에 달한다.

건물 관리 서비스 사업은 건물 통합관리 솔루션 사업으로 시설관리 중심의 FM(Facility Management), 건물 자산의 운영수익을 극대화하는 PM(Property Management) 및 에너지관리 사업을 전개하고 있다. ①FM 사업은 시설운영, 유지보수, 보안, 미화, 주차, 안내 등 건물 시설관리 전반의 운영 및 유지관리 서비스를 제공하는 사업이다. ②PM 사업은 건물의 예산 수립 및 관리, 임대차관리, 빌딩 운영수익 향상방안 수립, 부동산 운영 리스크관리, 투자자문, 기타 수입관리 등 고객의 부동산 가치를 극대화 하는 사업이다. ③에너지 관리사업은 건물에너지 효율제고를 위한 노후설비 교체사업, 현장 설비관리 노하우를 네트워크 기반의 24시간 건물설비 모니터링 서비스와 성과보증 기반의 건물 에너지관리 시스템인 BEMS(Building Energy Management System) 구축 및 운영이 중심이 되는 사업이다. (2018 에스원 사업 보고서 참조)

[표 7] PM 관리

항목	내용
경영관리	연간 부동산 운영 계획 수립, 시장 환경 분석 및 대응 전략 수립 고객사 부동산 NOI 관리, 연간 매출/손익 관리
임대관리	연간 예산 공실 및 임대 수입 계획 수립, 임대차 계약 현황 임대 수입 및 walk-in 고객 관리
재무관리	임대료 산출, 청구, 미수 및 연체 관리 부문별 비용 관리

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

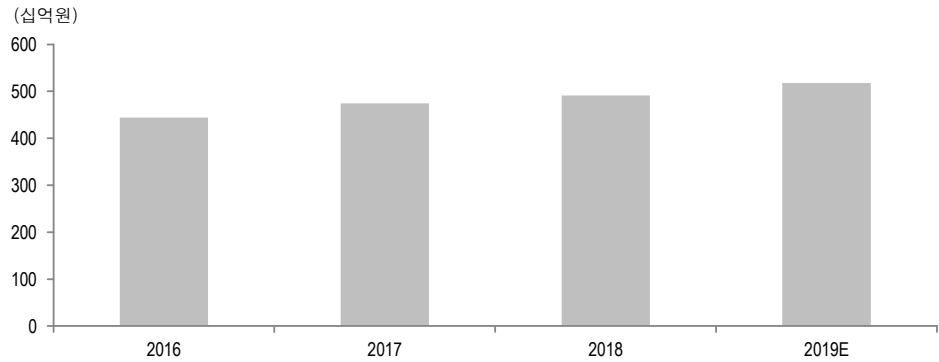
[표 8] FM 관리

항목	내용
시설물 관리 및 운영	전기/공조설비/승강기/보일러설비 등 시설물 운전, 감시 및 점검
공사 관리	체계적인 공사 계획 수립 및 실행을 통한 건물 기능 개선 철저한 시공/현장 관리를 통한 공사 품질 향상 및 안전 준수
환경 및 미화 관리	건물 내 먼지제거 및 쓰레기/폐기물 처리 건물 내/외부 조경관리 및 방역/방충 작업
보안관리	취약/중요지역 감시 및 순찰 출입인원/차량/물품 관리 및 통제
안내 및 주차관리	입주자 및 방문객 건물안내 차량 유도, 주차 안내 및 주차장 운영
안전/에너지 관리	각종시설 안전점검 및 안전관리 인프라 구축 최적의 에너지 소모 기준 및 에너지 절감 방안 수립

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

동사의 건물 관리 사업 내에서 삼성 계열사(Captive) 비중은 70%(면적 기준)에 육박한다. 삼성 그룹의 대규모 투자가 지속되고 있어, 관련 Captive 매출액은 Cash cow의 역할을 충실하게 해 낼 것으로 전망된다. FM 시장이 대형 업체 중심으로 재편되는 상황에서 동사는 FM & PM & 보안서비스를 결합한 종합 관리 솔루션을 제공하여 차별화된 성장을 보일 것으로 기대된다. 이미 동사의 건물 관리 매출액은 연 평균 5.3%의 성장률을 기록한 바 있다.

[그림 24] 건물관리 매출액 추이 및 전망



자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

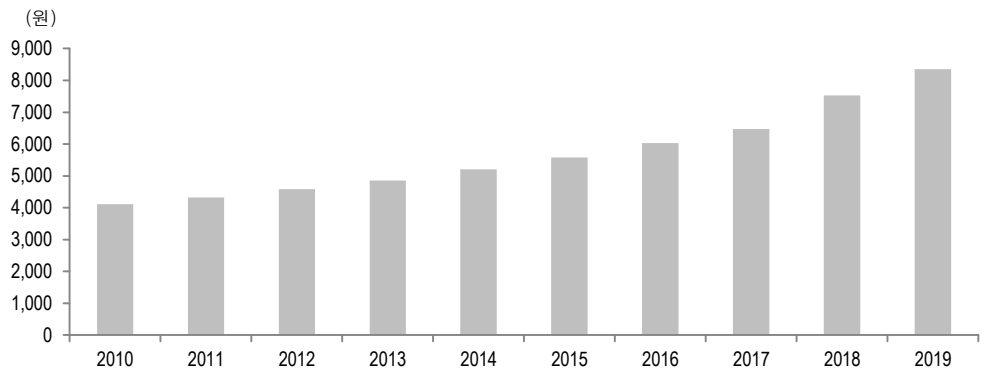
[표 9] 에스원의 건물관리 사이트

단위(개동, 평)

건물관리 관리사이트	2016년말		2017년말		2018년말	
	개동	면적(평)	개동	면적(평)	개동	면적(평)
	199	2,745,155	235	3,111,392	221	3,236,974

자료: 에스원

[그림 25] 한국의 최저 임금 추이

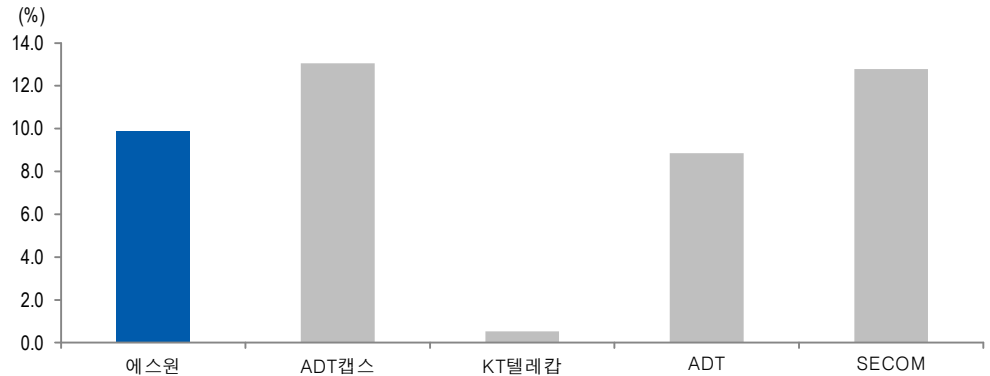


자료: 최저임금위원회, 유안타증권 리서치센터

**경쟁사와의 성과 차별화 지속**

안정적 고객 프로파일을 확보함에 따라 수익성 측면(영업이익률)에서도 에스원은 주요 해외 보안 업체와 유사한 수익성을 기록하고 있다. 2018년 주 52 시간 도입으로 인한 인원 증가로 마진율이 일시 하락했으나, 2019년에는 5% 이상의 성장률을 기록하면서 10.6%로 영업이익률이 회복할 전망이다.

[그림 26] 주요 보안 업체 영업이익률 비교 (2018년 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

국내 경쟁사와의 실적 차별화도 주목해야 하는 변수이다. 2016년 이후 경쟁사인 KT텔레캅과 ADT캡스의 매출 증가율은 둔화되고 있는 반면, 에스원의 성장률은 강화되고 있다. 특히 에스원의 경우, 유지계약건수가 빠른 속도로 증가하고 있는데, 건물관리 사업을 양수(2013년)한 이후 기존 보안서비스와의 유기적 결합을 통해 종합 보안 관리 솔루션 업체로 거듭난 영향으로 해석된다.

[표 10] 에스원 실적 추이

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	8,979	10,261	10,965	12,741	17,183	17,996	18,302	19,423	20,183
영업이익	1,404	1,603	1,346	1,309	1,692	1,726	2,057	2,026	1,991
순이익	1,185	1,349	1,092	873	1,163	1,554	1,405	1,433	1,031
지배순이익	1,150	1,263	1,009	805	1,095	1,536	1,405	1,433	1,031

자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터

[표 11] KT 텔레캅 실적 추이

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018.3Q 누적
매출액	2,170	2,612	2,962	2,380	2,570	3,006	3,139	3,154	2,437
보안서비스	1,715	1,845	2,070	2,263	2,432	2,952	3,077	3,090	2,366
영업이익	148	102	62	70	75	-67	25	64	13
순이익	120	71	27	38	-66	-76	1	29	-10

자료: KT 텔레캅, 유안타증권 리서치센터

[표 12] ADT 캡스 실적 추이

(단위: 억원)

	9월 결산법인					12월 결산법인				
	2010	2011	2012	2013	2014	2014.4Q	2015	2016	2017	2018
연결 매출액						1,618	6,664	6,933	7,217	7,763
연결 영업이익						329	1,225	1,358	1,435	1,013
연결 순이익						290	1,079	408	1,633	
매출액	3,723	4,122	4,445	4,789	5,081	1,319	5,465	5,742	5,915	
영업이익	522	683	760	742	452	310	1,154	1,302	1,374	
순이익	38	495	584	624	286	269	1,022	393	1,593	

자료: ADT 캡스, SK 텔레콤, 유안타증권 리서치센터

[표 13] NSOK 실적 추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	282	333	611	712	934
영업이익	55	-24	-57	-58	-167
순이익	43	-20	-56	-70	-166

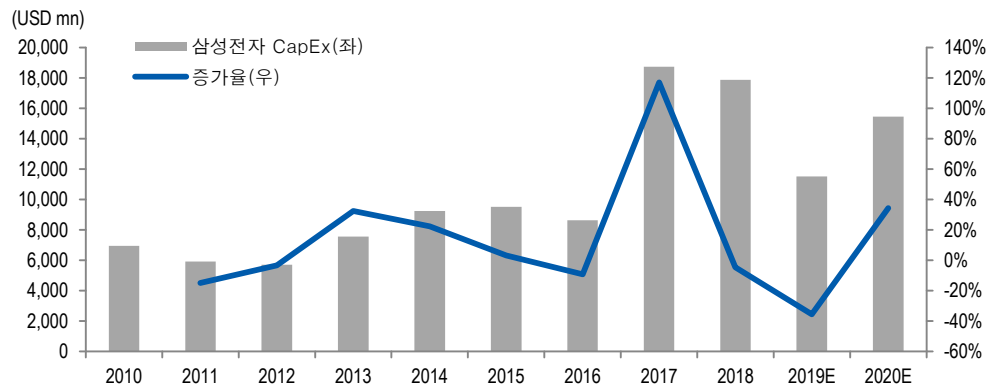
자료: NSOK, 유안타증권 리서치센터

## 실적 전망

2019년 매출액은 2조1,327억원, 매출증가율 5.7%로 2018년의 성장률(3.9%)을 뛰어 넘을 것으로 전망된다. ①Captive인 삼성 그룹의 대규모 투자가 지속되고 있고(상품 매출 증가, 상품 매출액의 60% 이상이 관계사 투자로부터 발생), ②신규 서비스(얼굴 인식 솔루션, 주 52시간 근태 관리, 무인 점포 및 무인 주차 시스템 확대), ③ICT 기술이 융합된 Home 시장 개척, ④최저 임금 상승에 따른 건물 관리 면적 당 관리 요금 상승 등이 새로운 성장 동력이 될 것이다.

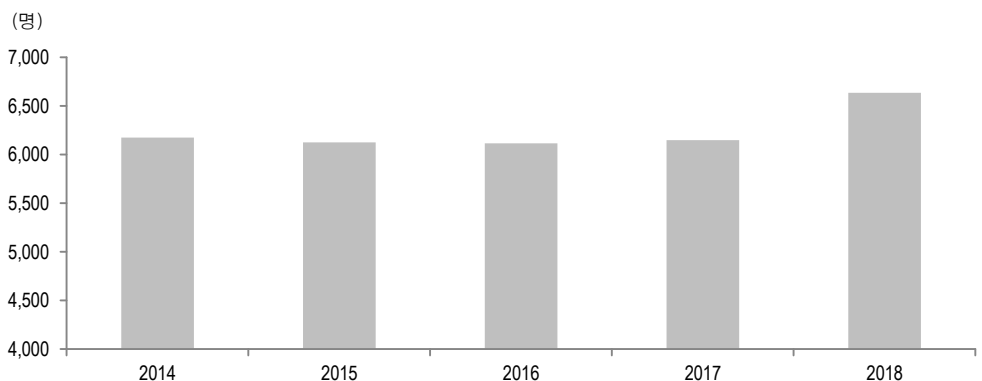
2018년에는 주 52시간 영향(기존 68시간)으로 인력수가 증가하면서 인건비 부담이 있었으나, 19년에는 관련 영향이 제거되고, 매출 성장이 더해지면서 수익성이 회복될 전망이다. 영업이익은 18년 대비 13.6% 증가한 2,262억원, 영업이익률은 18%년 9.9% → 19년 10.6%로 높아질 전망이다.

[그림 27] 삼성전자의 투자 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 에스원의 인력 추이



자료: 에스원, 유안타증권 리서치센터



[표 14] 에스원 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
시스템	250.0	253.5	253.2	256.9	258.7	263.1	263.4	270.8	979.6	1,013.6	1,056.1	1,129.8
서비스매출	240.0	246.4	244.4	248.5	248.6	255.8	254.4	262.2	946.0	979.3	1,021.0	1,094.1
설치 매출	10.0	7.1	8.8	8.4	10.2	7.3	9.0	8.6	33.6	34.3	35.1	35.7
상품판매	70.2	69.9	90.6	83.8	72.3	72.0	93.6	84.4	299.5	314.5	322.3	337.7
통합보안	79.9	72.9	88.8	88.8	90.0	82.0	100.0	99.9	295.1	330.4	371.8	418.7
기타	2.8	1.1	2.2	1.6	3.0	1.1	1.8	1.2	15.2	7.7	7.1	5.5
소계	402.9	397.4	434.8	431.1	424.0	418.2	458.8	456.2	1,589.4	1,666.2	1,757.3	1,891.7
건물관리	111.3	125.9	120.3	133.9	117.1	133.5	126.7	141.0	474.2	491.4	518.3	545.4
용역	2.8	2.6	3.3	2.8	2.9	2.7	3.4	2.9	10.7	11.5	11.7	11.9
단순 매출합계	517.0	525.9	558.4	567.8	544.0	554.3	588.9	600.0	2,074.3	2,169.1	2,287.3	2,448.9
(내부매출)	(36.7)	(31.6)	(41.5)	(41.0)	(36.2)	(37.1)	(40.1)	(41.2)	(132.1)	(150.8)	(154.6)	(168.0)
총 매출액	480.3	494.3	516.9	526.8	507.8	517.2	548.8	558.9	1,942.2	2,018.3	2,132.7	2,280.9
영업이익	57.5	44.5	52.5	44.6	64.4	53.3	58.7	49.8	202.6	2,018.3	226.2	253.5
영업이익률	12.0%	9.0%	10.2%	8.5%	12.7%	10.3%	10.7%	8.9%	10.4%	100.0%	10.6%	11.1%
당기순이익	44.1	30.9	40.7	(12.6)	49.1	37.4	45.6	34.4	143.3	2,018.3	166.5	187.2
당기순이익률	9.2%	6.3%	7.9%	-2.4%	9.7%	7.2%	8.3%	6.2%	7.4%	100.0%	7.8%	8.2%
EBITDA	94.4	81.3	87.7	80.0	99.8	88.7	94.1	85.2	350.0	2,018.3	367.8	395.1
EBITDA 마진	19.7%	16.4%	17.0%	15.2%	19.6%	17.1%	17.2%	15.3%	18.0%	100.0%	17.2%	17.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

에스원 (012750) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	19,423	20,183	21,327	22,809	24,666
매출원가	13,760	14,712	15,316	16,310	17,630
매출총이익	5,663	5,471	6,011	6,499	7,036
판매비	3,637	3,481	3,749	3,964	4,178
영업이익	2,026	1,991	2,262	2,535	2,858
EBITDA	3,500	3,434	3,678	3,951	3,566
영업외손익	-112	-7	-2	5	-1
외환관련손익	-9	0	0	0	0
이자손익	34	2	8	16	11
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-136	-10	-10	-11	-12
법인세비용차감전순이익	1,914	1,983	2,260	2,540	2,857
법인세비용	481	952	594	668	752
계속사업순이익	1,433	1,031	1,665	1,872	2,105
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,433	1,031	1,665	1,872	2,105
지배지분순이익	1,433	1,031	1,665	1,872	2,105
포괄순이익	1,501	1,029	1,665	1,872	2,105
지배지분포괄이익	1,501	1,029	1,665	1,872	2,105

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,753	7,558	8,532	9,702	10,029
현금및현금성자산	1,711	383	1,087	1,945	1,923
매출채권 및 기타채권	1,496	3,068	3,207	3,375	3,568
재고자산	412	427	446	478	517
비유동자산	10,062	10,151	10,056	9,988	9,947
유형자산	4,624	4,521	4,394	4,293	4,218
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	63	135	136	137	138
자산총계	15,815	17,709	18,587	19,690	19,975
유동부채	2,928	3,817	3,841	3,882	3,936
매입채무 및 기타채무	2,168	2,919	2,953	3,002	3,066
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	809	1,135	1,169	1,204	1,240
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,737	4,951	5,010	5,086	5,176
지배지분	12,078	12,757	13,577	14,604	14,799
자본금	190	190	190	190	190
자본잉여금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	11,485	12,198	13,019	14,045	14,240
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	12,078	12,757	13,577	14,604	14,799
순차입금	-3,795	-2,881	-3,661	-4,596	-4,653
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,942	1,336	3,237	3,439	0
당기순이익	1,433	1,031	1,665	1,872	0
감가상각비	1,475	1,443	1,416	1,416	0
외환손익	1	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-437	-1,638	-352	-357	0
기타현금흐름	470	500	507	508	0
투자활동 현금흐름	-2,247	-1,776	-1,514	-1,550	0
투자자산	-29	-459	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,221	-1,264	-1,289	-1,315	0
유형자산 감소	101	69	0	0	0
기타현금흐름	-1,098	-122	-225	-235	0
재무활동 현금흐름	-423	-845	-845	-845	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-423	-845	-845	-845	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-2	-44	-173	-186	0
현금의 증감	270	-1,329	705	858	0
기초 현금	1,441	1,711	383	1,087	1,945
기말 현금	1,711	383	1,087	1,945	1,923
NOPLAT	2,026	1,991	2,262	2,535	2,858
FCF	1,333	-424	1,443	1,613	2,106

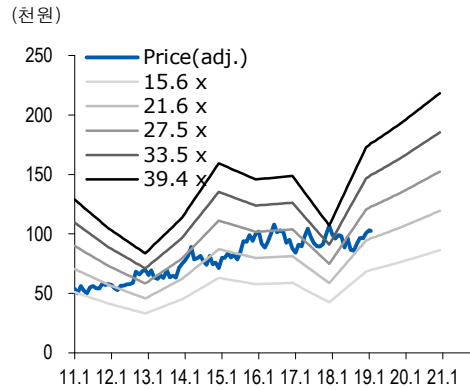
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

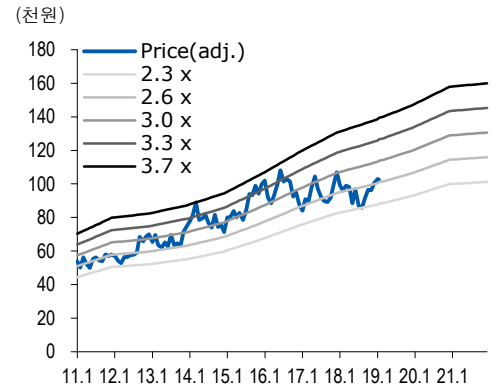
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
EPS	3,772	2,714	4,383	4,926	5,540
BPS	35,724	37,732	40,157	43,194	43,771
EBITDAPS	9,212	9,037	9,679	10,398	9,384
SPS	51,113	53,114	56,124	60,025	64,911
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	0
PER	24.9	38.0	23.5	20.9	18.6
PBR	2.6	2.7	2.6	2.4	2.4
EV/EBITDA	9.1	10.6	9.6	8.7	9.7
PSR	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.1	3.9	5.7	7.0	8.1
영업이익 증가율 (%)	-1.5	-1.7	13.6	12.1	12.7
지배순이익 증가율 (%)	2.0	-28.1	61.5	12.4	12.5
매출총이익률 (%)	29.2	27.1	28.2	28.5	28.5
영업이익률 (%)	10.4	9.9	10.6	11.1	11.6
지배순이익률 (%)	7.4	5.1	7.8	8.2	8.5
EBITDA 마진 (%)	18.0	17.0	17.2	17.3	14.5
ROIC	18.0	11.4	16.9	18.8	20.9
ROA	9.4	6.2	9.2	9.8	10.6
ROE	12.4	8.3	12.6	13.3	14.3
부채비율 (%)	30.9	38.8	36.9	34.8	35.0
순차입금/자기자본 (%)	-31.4	-22.6	-27.0	-31.5	-31.4
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

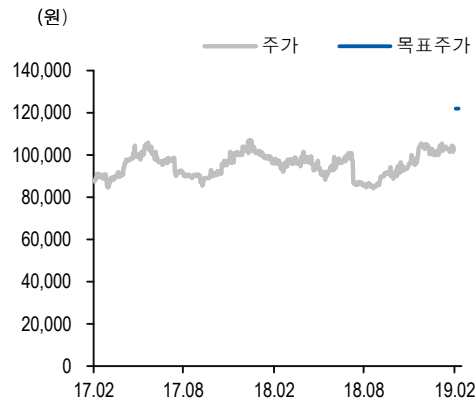
P/E band chart



P/B band chart



(012750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-19	BUY	122,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	14.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-16

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.