



Outperform(Maintain)

목표주가: 110,000원
주가(4/18): 98,800원

시가총액: 37,543억원

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

Stock Data

KOSPI (4/18)		2,213.77pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	105,500 원	84,300원	
등락률	-6.35%	17.20%	
수익률	절대	상대	
1M	-2.7%	-4.2%	
6M	8.5%	5.2%	
1Y	-1.7%	10.1%	

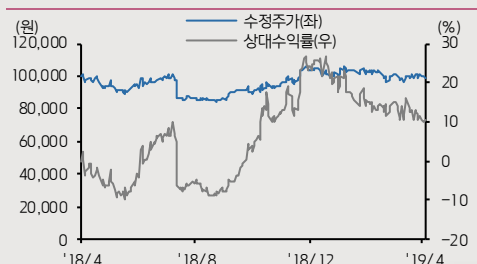
Company Data

발행주식수	37,999	전주
일평균 거래량(3M)	45	천주
외국인 지분율	55.40%	
배당수익률(19E)	2.63%	
BPS(19E)	39,205원	
주요 주주	일본SECOM	25.65%
	삼성에스디아이(주) 외4인	20.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	20,183	20,898	21,721	22,582
보고영업이익	1,991	2,080	2,206	2,362
핵심영업이익	1,991	2,080	2,206	2,362
EBITDA	3,434	3,559	3,723	3,922
세전이익	1,986	2,083	2,220	2,384
순이익	1,030	1,562	1,670	1,792
지배주주지분순이익	1,030	1,562	1,670	1,792
EPS(원)	2,710	4,112	4,394	4,716
증감률(%Y Y)	-28.2	51.7	6.9	7.3
PER(배)	37.1	24.0	22.5	20.9
PBR(배)	2.7	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA(배)	10.7	10.0	9.5	8.9
보고영업이익률(%)	9.9	10.0	10.2	10.5
핵심영업이익률(%)	9.9	10.0	10.2	10.5
ROE(%)	8.3	12.0	12.2	12.3
순부채비율(%)	-11.7	-13.9	-15.7	-17.5

Price Trend



에스원 (012750)

인력 충원 비용 반영, 기저효과의 마지막 분기



〈장 후 실적발표〉 4분기 매출액은 5,268억원(YoY +6.0%), 영업이익은 446억원(YoY +17.1%)으로 시장기대치를 소폭 하회했습니다. 1분기 이후 CU의 편의점 무인화 정책과 동사의 관리 건물에 적용중인 무인 주차장 확대에 따라 매출 성장 및 수익성 개선 속도가 정해질 전망입니다. 이는 동사의 밸류에이션 프리미엄 요소로 작동할 전망이며, 무인화 정책 내용에 따라 목표주가는 상향 가능할 전망입니다.

>>> 인력 충원에 따른 비용 반영, 기저효과의 마지막 분기

동사의 1분기 매출액은 4,998억원(YoY +4.1%, QoQ -5.1%), 영업이익은 477억원(YoY -17.1%, QoQ +6.9%)로 시장기대치를 하회할 전망이다. 매출액은 일반적으로 상품판매의 경우 1분기가 비수기인 관계로 전년대비 1.8% 증가에 그치겠지만, 건물관리부문이 수주증가에 따라 전년대비 8.0% 성장하면서 전체 매출은 전년대비 4.1% 증가할 전망이다. 시스템부문의 매출도 전년대비 3.3% 증가할 것으로 예상돼, SKT의 ADT 인수로 우려되는 점유율 하락은 아직 큰 영향이 없는 것으로 파악된다. 영업이익은 주 52시간 근무제 시행에 따른 인력 충원효과가 반영되면서 전년대비 감소할 전망이다. 다만 인력 충원에 따른 인건비 부담이 작년 2분기부터 시작됐으므로 인력 충원에 따른 판관비 증가효과는 다음 분기부터는 사라질 전망이다.

>>> 무인화에 따른 신규 보안 수요 창출 및 수익성 개선 기대

현재 동사는 편의점 CU와 MOU를 맺고 10개의 무인화 테스트 매장을 운영 중이다. 4월 말이면 테스트 운영이 종료되고, **5월부터 동사가 제안한 100여개 매장에 대해 무인화 시스템이 적용될 예정이다.** 아직은 매장 수가 100개에 불과해 실적에 의미있게 반영되기까지는 시간이 필요할 전망이다. 다만, 1) ARPU가 현재보다 높은 수준으로 책정될 것으로 예상되고, 2) 점차적으로 매장 수도 증가할 전망이며, 3) CU 뿐만 아니라 현재 1개의 테스트 매장을 운영 중인 GS리테일과 상품판매 형태로 무인화 매장을 운영 중인 이마트24 역시 향후 매장 확대가 기대된다. 또한 동사가 관리하는 건물에서 무인 주차장을 시범 운영하고 있어, 운영 사이트 확대 시 수익성 개선에 기여할 전망이다. 약점으로 지목됐던 중장기 성장에 대한 의구심은 편의점과 주차장에 부는 무인화 바람을 통해 새로운 국면을 맞이했다. **향후 편의점 및 주차장을 넘어 적용 대상이 확대되고, 매장 수 증가가 본격화되면 밸류에이션 프리미엄 요소로 작동할 전망이다.**

>>> 안정적인 실적 개선은 지속될 전망

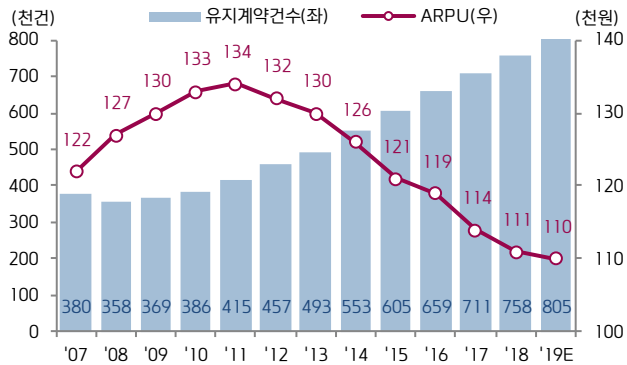
무인화에 따른 실적 개선을 확인하기까지는 시간이 필요하겠지만, 정상적인 ARPU가 적용되는 신사업이 시작된다는 점에 있어서 의미가 크고, 향후 확대될 가능성이 매우 높아 잠재력이 큰 시장이라는 점은 긍정적이다. 더불어 1) 지분투자를 통해 배당수익과 함께 계약기간을 중장기로 설정하고 있는 건물관리사업, 2) 얼굴인식 출입관리시스템 도입 사이트 확대 및 대형 수주를 기반으로 안정적인 수주잔고를 유지할 상품판매 부문 등 기존 사업부문의 지속적인 성장도 가능하다. 특히 지분투자사업은 보안사업과 연계돼 사업 확장성이 기대되고, 해외진출도 수월할 전망이다. SKT의 ADT 인수로 예상되는 경쟁심화가 우려되지만, Home 시장 개척은 신규 시장 창출을 통한 시장의 확대를 의미한다. 현재 Home 시장의 침투율은 2~3% 수준으로 파악되고 있다.

에스원 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
ARPU	111	112	111	111	111	110	110	110	110	110	110
유지계약건수(천건)	724	736	747	758	758	771	783	796	805	805	849
yoy	7.3%	6.9%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	6.5%	6.2%	6.2%	5.5%
총매출액	4,803	4,943	5,169	5,268	20,183	4,998	5,180	5,298	5,422	20,898	21,721
보안시스템 서비스	4,029	3,974	4,348	4,311	16,662	4,181	4,233	4,491	4,481	17,386	18,218
건물관리 서비스	1,113	1,259	1,203	1,339	4,914	1,202	1,292	1,229	1,387	5,110	5,340
콜센터 서비스 및 텔레마케팅 (내부매출)	28	26	33	28	115	30	28	35	30	124	133
매출원가	3,407	3,620	3,772	3,913	14,712	3,615	3,750	3,810	3,975	15,149	15,735
원가율	70.9%	73.2%	73.0%	74.3%	72.9%	72.3%	72.4%	71.9%	73.3%	72.5%	72.4%
영업이익	575	445	525	446	1,991	477	516	568	519	2,080	2,206
영업이익률	12.0%	9.0%	10.2%	8.5%	9.9%	9.5%	10.0%	10.7%	9.6%	10.0%	10.2%
법인세비용차감전손익	602	425	533	425	1,986	488	491	567	537	2,083	2,220
당기순이익	441	309	407	-127	1,030	359	362	435	406	1,562	1,670
지배주주지분 당기순이익	441	309	407	-127	1,030	359	362	435	406	1,562	1,670
EPS(원)					2,710					4,112	4,394
DPS(원)					2,500					2,600	2,700
배당성향					82.1%					56.3%	54.7%
배당수익률					2.5%					2.6%	2.7%

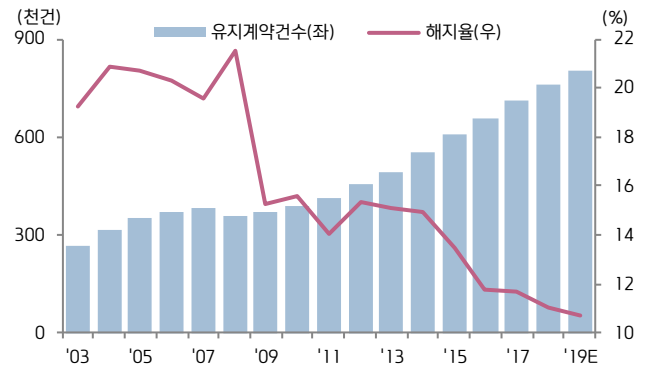
자료: 에스원, 키움증권

가입자당 월평균 매출(ARPU) & 가입자수 추이



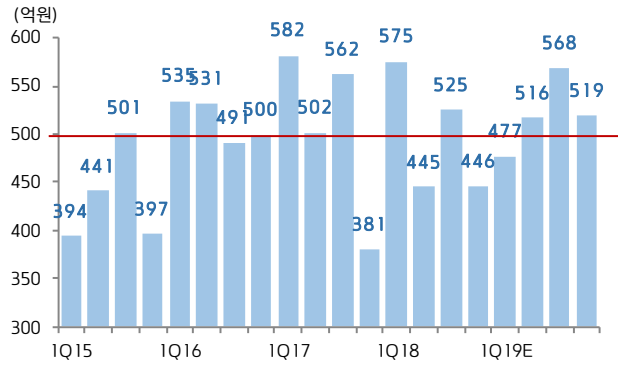
자료: 에스원, 키움증권

가입자수 및 해지율 추이



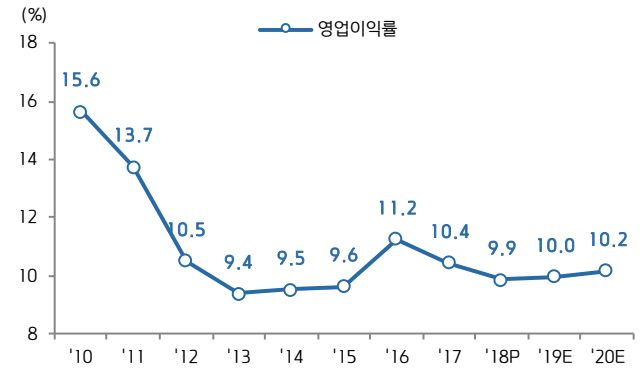
자료: 에스원, 키움증권

에스원 분기 영업이익 추이 전망



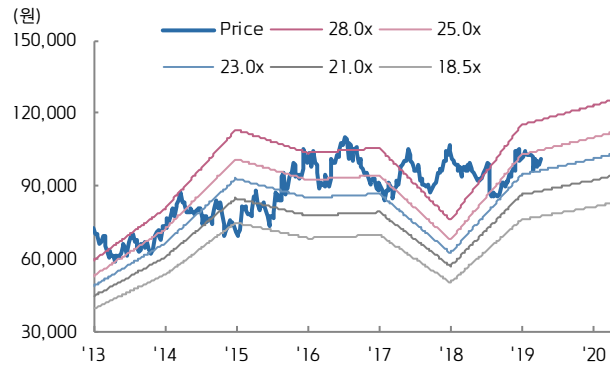
자료: 에스원, 키움증권

에스원 영업이익률 추이



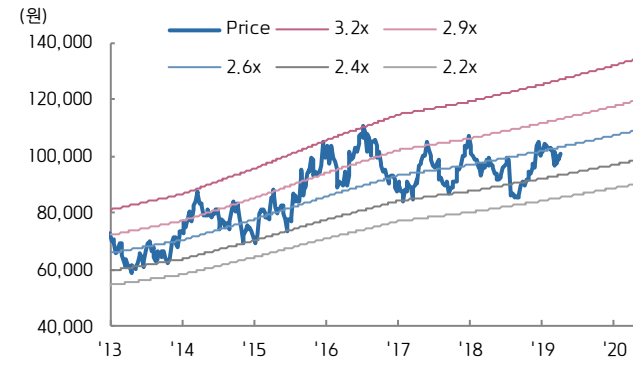
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PER Band Chart



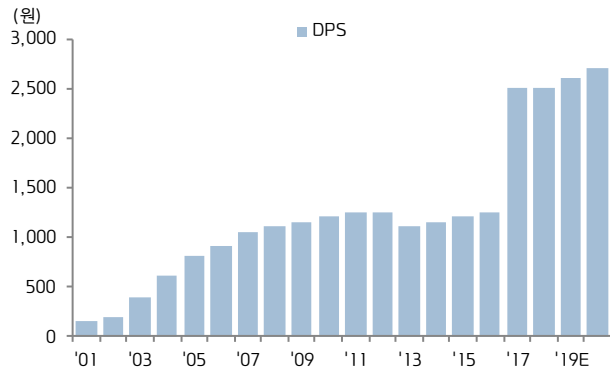
자료: 에스원, 키움증권

에스원 PBR Band Chart



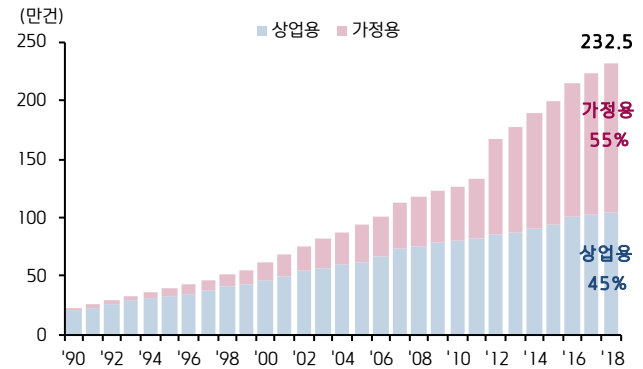
자료: 에스원, 키움증권

주당배당금 추이



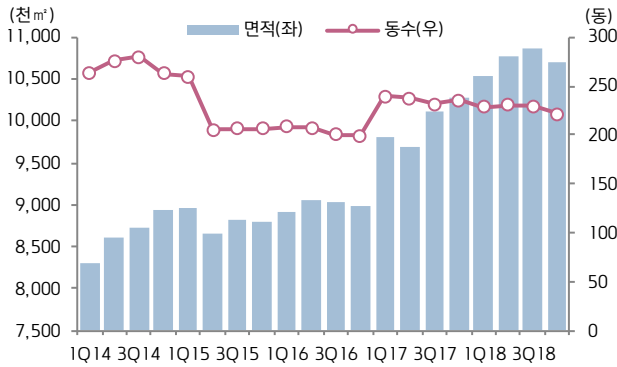
자료: 에스원, 키움증권

일본 SECOM 가입자수 추이



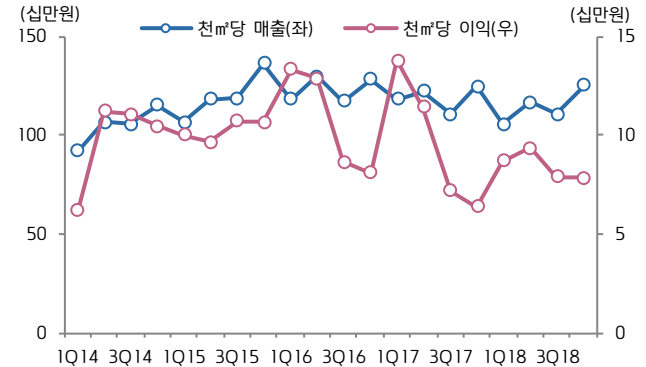
자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 및 동수 추이



자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스 면적 당 매출 및 이익 추정



주: 면적당 이익은 영업이익의 기준으로 공통비 배분 감안 필요

자료: 에스원, 키움증권

부동산관리 서비스(Property & Facility Management) 현황 (2018년 4분기 기준)

구분	오피스	연수소	연구소	공장	후생/요양	기타	합계
동수	140	13	16	8	7	37	221
면적(천㎡)	4,323	392	2,179	1,398	396	2,013	10,701

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 운영수익 향상방안 수립, 부동산 운영 리스크관리, 투자자문, 기타 수입관리 등 고객의 부동산 가치를 극대화하는 사업 원격관제 및 현장 설비관리 노하우를 ICT 기술로 융합한 네트워크 기반의 24시간 건물설비
에너지 관리사업	원격관리 서비스와, 성과보중 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 확대로 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)

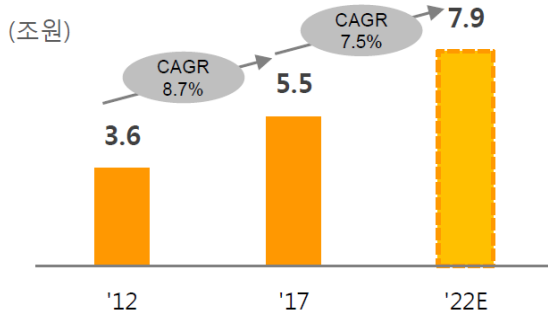
구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
에스원	8,693	9,966	10,624	12,461	13,485	14,654	14,874	15,893	16,609	17,356	18,137	18,953
yoy									4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ADT캡스	3,723	4,122	4,445	5,870	6,270	6,664	6,933	7,217	7,758	8,340	8,966	9,638
NSOK				282	333	611	712	934	1,004	1,079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

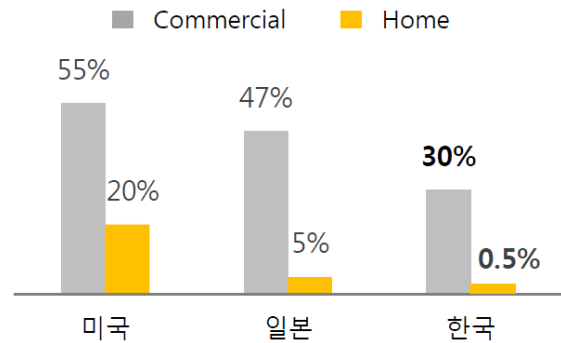
자료: 에스원, 키움증권

국내 물리보안 시장 규모



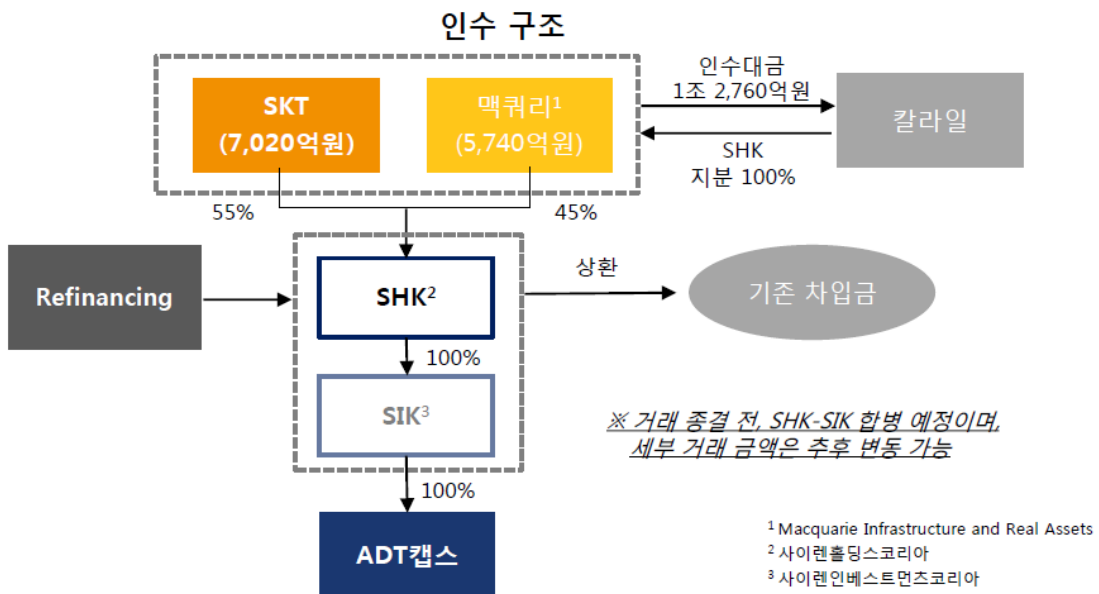
자료: Freedonia Research, SKT, 키움증권

보안 서비스 보급률 (2017년 기준)



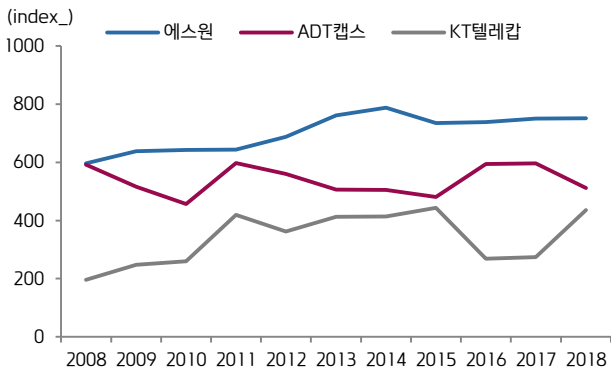
자료: LEK Consulting, SKT, 키움증권

SKT의 ADT캡스 인수 구조



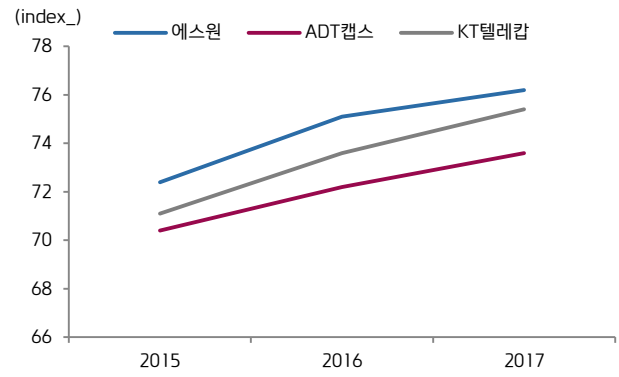
자료: SKT, 키움증권

K-BPI(Korea Brand Power Index) 추이



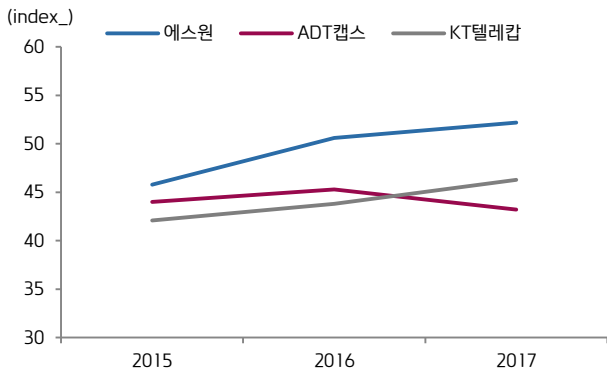
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

KCSI(Korea Customer Satisfaction Index) 추이



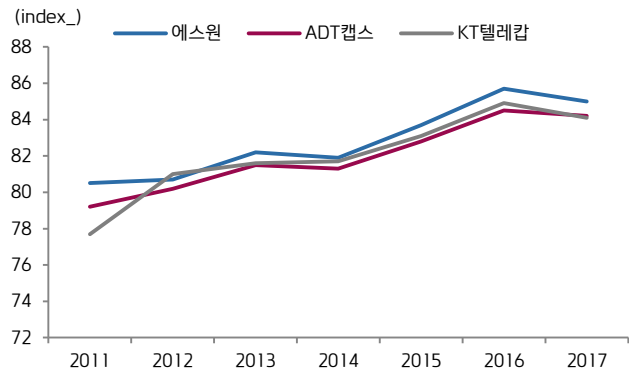
자료: 한국능률협회컨설팅, 키움증권

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	19,423	20,183	20,898	21,721	22,582
매출원가	13,760	14,712	15,149	15,735	16,301
매출총이익	5,663	5,471	5,749	5,986	6,281
판매비및일반관리비	3,637	3,480	3,668	3,780	3,919
영업이익(보고)	2,026	1,991	2,080	2,206	2,362
영업이익(핵심)	2,026	1,991	2,080	2,206	2,362
영업외손익	-112	-6	2	14	23
이자수익	34	62	78	93	110
배당금수익	1	2	1	1	1
외환이익	34	21	31	29	27
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	44	24	35	34	31
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	34	16	12	21	16
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-171	-83	-84	-95	-101
법인세차감전이익	1,914	1,986	2,083	2,220	2,384
법인세비용	481	956	520	551	592
유효법인세율 (%)	25.1%	48.1%	25.0%	24.8%	24.8%
당기순이익	1,433	1,030	1,562	1,670	1,792
지배주주지분순이익(억원)	1,433	1,030	1,562	1,670	1,792
EBITDA	3,500	3,434	3,559	3,723	3,922
현금순이익(Cash Earnings)	2,908	2,473	3,041	3,187	3,352
수정당기순이익	1,408	1,021	1,554	1,654	1,780
증감율(% , YoY)					
매출액	6.1	3.9	3.5	3.9	4.0
영업이익(보고)	-1.5	-1.7	4.5	6.0	7.1
영업이익(핵심)	-1.5	-1.7	4.5	6.0	7.1
EBITDA	-0.2	-1.9	3.6	4.6	5.3
지배주주지분 당기순이익	2.0	-28.2	51.7	6.9	7.3
EPS	2.0	-28.2	51.7	6.9	7.3
수정순이익	-0.6	-27.5	52.2	6.5	7.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	2,942	2,370	3,014	3,094	3,204
당기순이익	1,433	1,030	1,562	1,670	1,792
감가상각비	1,475	1,443	1,478	1,517	1,560
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1	0	4	6	4
자산처분손익	-34	-16	-12	-21	-16
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-437	-556	-418	-460	-500
기타	504	469	398	382	363
투자활동현금흐름	-2,247	-1,762	-1,794	-1,842	-1,891
투자자산의 처분	-1,130	-527	-631	-644	-691
유형자산의 처분	101	69	0	0	0
유형자산의 취득	-1,221	-1,300	-1,260	-1,280	-1,270
무형자산의 처분	-3	-4	0	0	0
기타	0	0	-19	-22	-23
재무활동현금흐름	-423	-845	-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	-423	-845	-845	-879	-913
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	270	-237	374	373	400
기초현금및현금성자산	1,441	1,711	1,474	1,848	2,221
기말현금및현금성자산	1,711	1,474	1,848	2,221	2,621
Gross Cash Flow	3,867	3,851	3,995	4,151	4,346
Op Free Cash Flow	1,331	616	1,360	1,436	1,565

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	5,753	6,615	7,551	8,502	9,558
현금및현금성자산	1,711	1,474	1,848	2,221	2,621
유동금융자산	2,084	2,528	3,169	3,809	4,495
매출채권및유동채권	1,480	1,230	1,287	1,331	1,387
채고자산	412	429	444	462	480
기타유동비금융자산	66	952	803	680	576
비유동자산	10,062	10,214	10,260	10,152	10,044
장기매출채권및기타비유동채권	514	524	731	760	790
투자자산	172	136	125	130	135
유형자산	4,624	4,592	4,538	4,478	4,406
무형자산	4,589	4,433	4,317	4,214	4,121
기타비유동자산	163	529	548	569	592
자산총계	15,815	16,829	17,811	18,654	19,603
유동부채	2,928	3,061	3,205	3,324	3,480
매입채무및기타유동채무	1,209	1,281	1,359	1,406	1,486
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,719	1,780	1,846	1,917	1,994
비유동부채	809	1,144	1,265	1,199	1,112
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	809	1,144	1,265	1,199	1,112
부채총계	3,737	4,205	4,470	4,523	4,592
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
이익잉여금	11,485	12,030	12,747	13,538	14,417
기타자본	-1,526	-1,526	-1,526	-1,526	-1,526
지배주주지분자본총계	12,078	12,623	13,340	14,131	15,010
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	12,078	12,623	13,340	14,131	15,010
순차입금	-1,711	-1,474	-1,848	-2,221	-2,621
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,772	2,710	4,112	4,394	4,716
BPS	35,884	37,318	39,205	41,286	43,600
주당EBITDA	9,212	9,037	9,365	9,798	10,321
CFPS	7,742	6,236	7,931	8,143	8,431
DPS	2,500	2,500	2,600	2,700	2,800
주가배수(배)					
PER	28.4	37.1	24.0	22.5	20.9
PBR	3.0	2.7	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	11.1	10.7	10.0	9.5	8.9
PCFR	14.0	15.4	12.3	11.8	11.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.4	9.9	10.0	10.2	10.5
영업이익률(핵심)	10.4	9.9	10.0	10.2	10.5
EBITDA margin	18.0	17.0	17.0	17.1	17.4
순이익률	7.4	5.1	7.5	7.7	7.9
자기자본이익률(ROE)	12.4	8.3	12.0	12.2	12.3
투자자본이익률(ROIC)	26.9	18.3	27.3	30.3	34.4
안정성(%)					
부채비율	30.9	33.3	33.5	32.0	30.6
순차입금비율	-14.2	-11.7	-13.9	-15.7	-17.5
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	13.0	14.9	16.6	16.6	16.6
채고자산회전율	50.4	48.0	47.9	48.0	48.0
매입채무회전율	16.1	16.2	15.8	15.7	15.6

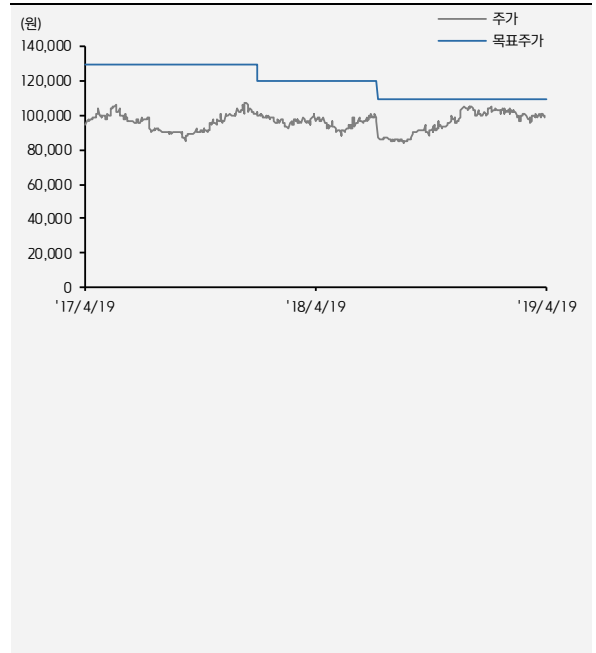
Compliance Notice

- 당사는 4월 18일 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 사점	과리율	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
에스원 (012750)	2017/03/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-30.63	-27.31
	2017/04/21	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-25.31	-18.46
	2017/07/19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-25.28	-18.46
	2017/08/01	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-26.63	-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	-14.68	-4.09
	2019/01/29	Outperform (Downgrade)	110,000원	6개월	-8.26	-5.00
	2019/04/19	Outperform (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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%