

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

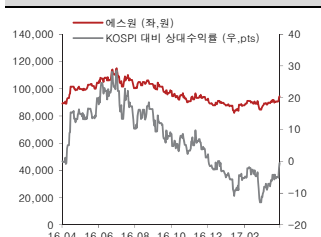
Company Data

자본금	19 십억원
발행주식수	3,800 만주
자사주	427 만주
액면가	500 원
시가총액	3,591 십억원
주요주주	
일본SECOM	25.65%
삼성에스디아이(주)(외4)	20.93%
외국인지분률	48.90%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(17/04/20)	94,300 원
KOSPI	2149.15 pt
52주 Beta	0.28
52주 최고가	115,000 원
52주 최저가	82,300 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.2%	-2.0%
6개월	-0.1%	4.3%
12개월	5.5%	5.2%

에스원 (012750/KS | 매수(신규편입) | T.P 116,000 원(신규편입))

체질 개선이 뒷받침된 성장의 시작

에스원에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 116,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지난해는 굵직한 프로젝트의 마무리로 성장률이 다소 둔화되었으나, 2017 년은 시스템보안 부문의 견조한 실적 흐름, 건물관리 부문의 성장을 통해 성장을 회복세가 나타날 것으로 기대한다. 또한 내재적 체질 개선에 따른 이익 레벨 증가로 연간 12%를 상회하는 영업이익률이 지속된다는 점 역시 고무적이다.

매출액 성장률, 마진율 개선세 모두 좋다

에스원의 1Q17 매출액은 4,696 억원으로 전년 동기 대비 7.8% 증가, 영업이익은 582 억원으로 전년 동기 대비 8.8% 증가하며 분기 영업이익 사상 최대치를 기록했다. 이러한 실적 호조의 주요 요인은 1) 지난해 굵직한 프로젝트의 종료로 인한 기저효과, 2) 신규 수주 확보에 따른 시스템보안 및 건물관리 매출 호조세 지속, 3) 이익률 제고를 위한 선별 수주 및 원가절감, 효율화를 통한 마진율 개선으로 판단한다. 특히, 지난해부터 꾸준히 이어져온 효율화, 구조 개선 등의 내재적 변화가 판관비 개선의 주요 요인으로 작용하면서, 향후 12%를 상회하는 수준의 영업이익률이 지속될 것으로 예상된다.

현금 창출력이 우수한 시스템보안 + 성장 동력으로 기대되는 건물관리

에스원의 주요 사업부문인 시스템보안의 경우는 사업 특성상 계약의 지속성에 따른 안정적인 이익 (Recurring Revenue)이 발생하며, 이에 따라 초기 사업비만 회수하고 나면 현금이 꾸준히 확보되는 구조이다. 현재 시스템보안의 주요 매출처는 상업용 부동산 등과 같은 B2B 에 집중되어 있으나, 자가 방법 상품인 세콰이지 등을 통한 B2C 보안 시장으로의 진출 역시 기대된다. 더불어 2014 년 구 제일모직으로부터 양수받은 건물관리 사업의 경우는 자체 브랜드 '블루에셋'을 바탕으로 점차 고도화되는 건물관리 시장에서의 저변을 확대해나갈 것으로 보인다. 이에 따라 SK 증권은 에스원의 15%를 상회하는 EPS 성장률을 감안, 목표 배수를 일본 세콰의 EPS 성장기 멀티플에서 5% 할인한 25X 로 선정, 투자 의견 BUY 와 목표주가 116,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	1,635	1,800	1,830	1,953	2,088	2,236
yoy	%	38.8	10.1	1.7	6.7	6.9	7.1
영업이익	십억원	156	173	206	239	260	285
yoy	%	41.5	11.2	18.7	16.0	9.0	9.4
EBITDA	십억원	297	321	351	384	400	420
세전이익	십억원	134	157	186	219	242	269
순이익(지배주주)	십억원	103	119	141	165	188	208
영업이익률%	%	9.5	9.6	11.2	12.2	12.5	12.7
EBITDA%	%	18.2	17.8	19.2	19.7	19.2	18.8
순이익률	%	6.3	6.6	7.7	8.4	9.0	9.3
EPS(계속사업)	원	2,708	3,142	3,699	4,346	4,940	5,483
PER	배	26.3	31.7	23.7	21.7	19.1	17.2
PBR	배	7.4	7.9	5.4	4.4	3.5	3.0
EV/EBITDA	배	9.5	11.4	9.1	8.9	8.4	7.6
ROE	%	13.9	16.7	13.5	14.3	14.6	14.6
순차입금	십억원	120	-126	-144	-177	-236	-386
부채비율	%	56.9	42.2	32.8	31.4	28.5	26.4

Valuation 및 실적 추정

SK 증권은 에스원에 대해 목표주가 116,000 원, 투자 의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 2015 년 3 분기 SI 부문 종속회사인 시큐아이를 삼성 SDS 에 매각함에 따라 중단사업이익이 발생, 2015 년의 EPS 가 일회적으로 높은 점을 감안하여 계속사업이익 기준 EPS 를 적용했다. 적정 멀티플은 에스원의 최대주주이자 사업 제휴 업체인 일본 SECOM 의 EPS 성장기 당시의 멀티플에 5% 할인한 수준인 25X 를 적용했다. 에스원은 1) 국내 보안시장 성장에 따른 보안 3 개사 (에스원, ADT 캡스, KT 텔레캡)의 수혜가 자연스럽게 나타날 것이라는 점, 2) 시스템보안 부문의 안정적 성장 지속, 3) 건물관리 부문의 점진적 고도화를 감안했을 때, 일본 SECOM 대비 이익 성장세가 크게 나타날 것으로 전망한다. 따라서 일본 SECOM 성장기 멀티플에 유사한 25X 의 목표 배수는 결코 높은 수준이 아니라는 판단이다.

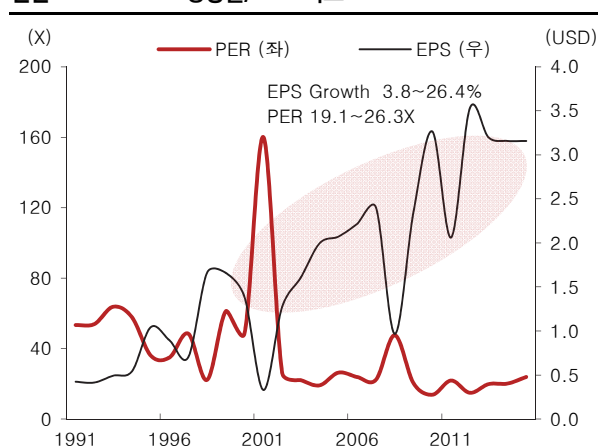
에스원 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
EPS (원)	3,142	3,699	4,346	4,940
EPS 증가율 (%)	16.0	17.7	17.5	13.7
PER (X)	31.7	23.7	21.7	19.1
적용EPS (원)	4,643	2017~2018E EPS 평균		
적용 Multiple (X)	25	제휴사 일본 SECOM 성장기 멀티플에서 5% 할인		
목표주가 (원)	116,000			
현재주가 (원 04/20)	94,300			
Upside (%)	23.0			

자료: FnGuide, SK 증권

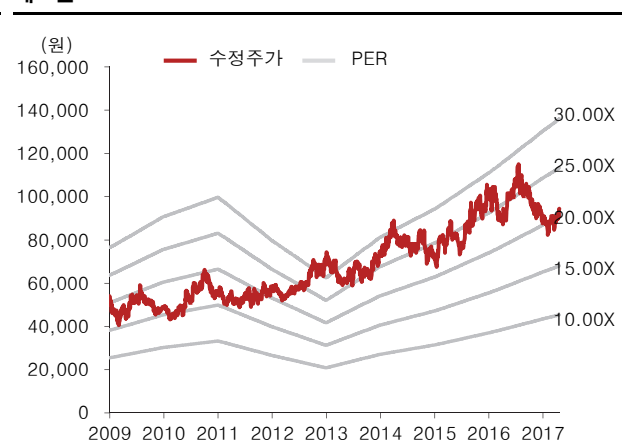
주: 계속사업 EPS 기준

일본 SECOM EPS 성장률, PER 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

에스원 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

에스원의 1Q17 매출액은 4,696 억원으로 전년 동기 대비 7.8% 증가, 영업이익은 582 억원으로 전년 동기 대비 8.8% 증가하며 분기 영업이익 사상 최대치를 기록했다. 이러한 실적 호조의 주요 요인은 1) 지난해 굵직한 프로젝트의 종료로 인한 기저효과, 2) 신규 수주 확보에 따른 시스템보안 및 건물관리 매출 호조세 지속, 3) 이익률 제고를 위한 선별 수주 및 원가절감, 효율화를 통한 마진을 개선으로 판단한다. 특히, 지난해부터 꾸준히 이어져온 효율화, 구조 개선 등의 내제적 변화가 판관비 개선의 주요 요인으로 작용하면서, 향후 12%를 상회하는 수준의 영업이익률이 지속될 전망이다.

에스원 1Q17 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q17P	1Q16	YoY (% %p)	4Q16	QoQ (% %p)	컨센서스	Gap (% %p)
매출액	469.6	435.5	7.8	492.6	-4.7	464.8	1.0
영업이익	58.2	53.5	8.8	50.0	16.4	56.6	2.8
영업이익률 (%)	12.4	12.3	0.1	10.1	2.2	12.2	0.2
순이익	40.1	39.2	2.5	29.6	35.6	39.7	1.1
순이익률 (%)	8.5	9.0	-5.0	6.0	42.3	8.5	0.0

자료: 에스원, FnGuide, SK 증권

에스원 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,800	1,830	1,953	436	454	448	493	470	481	476	527
1. 보안시스템서비스	1,465	1,488	1,585	354	361	368	405	383	382	389	431
1-1. 시스템	879	937	989	230	234	236	237	241	248	250	251
서비스매출	846	904	957	222	226	227	229	233	239	241	243
설치매출	34	34	32	9	9	8	8	8	8	8	8
1-2. 상품판매	334	280	296	58	61	64	97	66	63	65	102
1-3. 통합보안	236	260	288	63	63	66	69	72	69	72	75
1-4. 기타	15	10	12	3	2	3	3	4	2	3	3
2. 건물관리서비스	423	444	484	105	118	106	115	116	128	115	125
3. 콜센터 및 텔레마케팅	10	10	11	3	2	3	3	3	2	3	3
내부매출	-102	-112	-126	-26	-27	-29	-31	-32	-32	-32	-32
Sales Growth (YoY%)	10.1	1.7	6.7	2.0	-3.4	-4.4	6.0	7.8	5.9	6.1	6.9
1. 보안시스템서비스	8.7	1.5	6.6	3.9	-2.5	-4.7	9.8	8.3	5.9	5.7	6.3
2. 건물관리서비스	16.2	5.1	8.9	10.5	15.0	0.8	-3.8	9.8	8.7	8.9	8.3
3. 콜센터 및 텔레마케팅	6.3	1.0	2.4	4.2	0.0	3.4	-3.8	0.0	3.7	4.2	1.5
매출총이익	537	549	579	136	138	135	141	136	143	142	157
매출총이익률 (%)	29.8	30.0	29.6	31.2	30.4	30.1	28.5	28.9	29.9	29.8	29.9
영업이익	173	206	239	54	53	49	50	58	58	58	64
영업이익률 (%)	9.6	11.2	12.2	12.3	11.7	11.0	10.1	12.4	12.0	12.2	12.2
지배주주순이익	119	141	165	39	38	34	30	40	39	40	46
순이익률 (%)	6.6	7.7	8.5	9.0	8.4	7.5	6.0	8.5	8.2	8.4	8.7

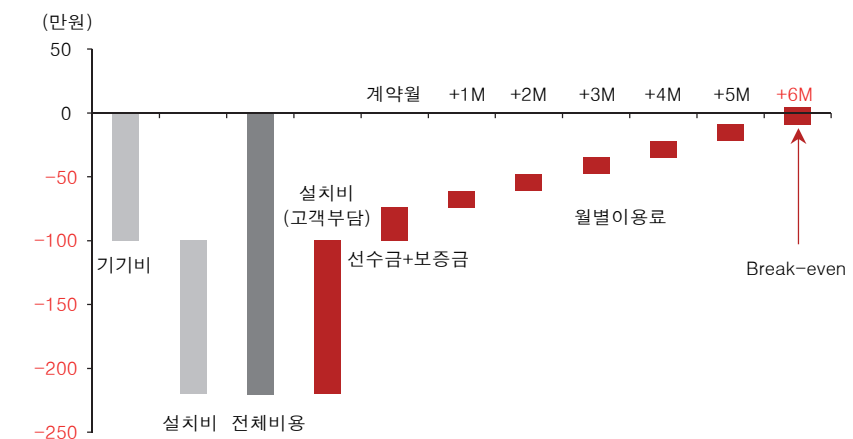
자료: 에스원, SK 증권

투자포인트

1. 안정적 성장, 우수한 현금 창출력을 보유한 시스템보안

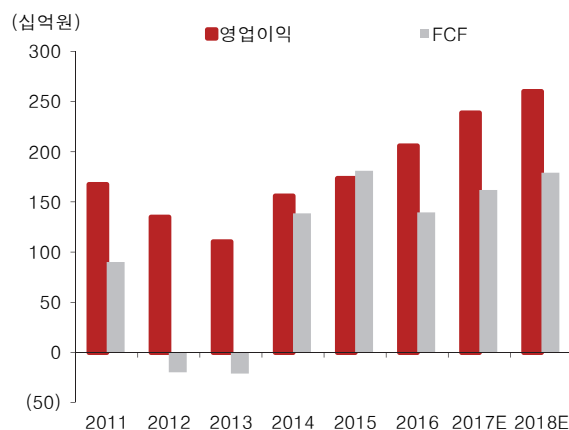
에스원의 주력 사업부문인 시스템보안의 매력적인 부분은 계약 이후 꾸준히 발생하는 이익 (Recurring Revenue)과 이에 따른 현금 창출 능력이라고 할 수 있다. 일반적으로 시스템 보안 계약은 초기 기기비, 설치비로 일부 금액이 선투입되는 구조이나, 설치비의 경우는 고객 부담으로 제거되고 선수금 및 보증금을 고려했을 때 (월 서비스 이용료 13만원 가정) 계약시점으로부터 6개월이 지나면 BEP에 이르게 된다. 일반적 계약 기간이 3년인 점을 감안, 3년동안의 지속적이고 안정적인 현금 유입이 가능한 사업 모델인 셈이다. 에스원은 B2B 위주의 우량 제휴 물건에 집중하여 계약 리텐션을 제고하고 있으며, 그 밖에도 세콰이지 등의 가정용 보안 상품을 통해 장기적으로 B2C 보안 시장의 확대에 따른 수혜 역시 나타날 것으로 예상된다.

에스원 시스템보안 계약 초기 현금흐름



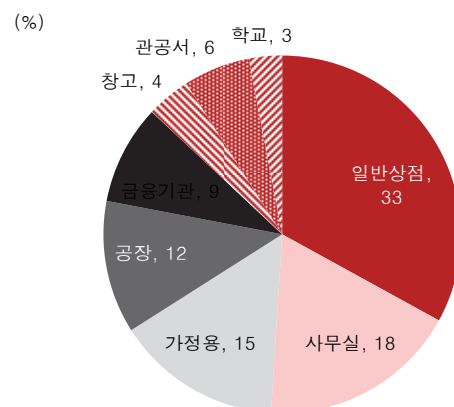
자료: SK 증권

에스원 영업이익, Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: 에스원, SK 증권

에스원 시스템보안 가입자 분포 현황



자료: 에스원, SK 증권

2. 건물 관리, 에스원의 주요 성장 동력원이 될 것

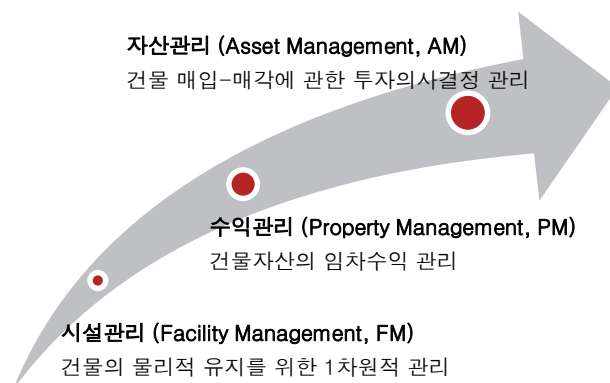
국내 건물관리업은 점차 단순 시설관리를 벗어나 임차관리, 자산관리와 같은 고도화된 영역으로 범주를 확대하고 있다. 구 제일모직으로부터 사업부를 양수받은 에스원의 건물관리 부문의 경우 최근 판교 알파리움, 송도 파라다이스 시티, EBS 사옥 등 비 관계사 물량 확보와 더불어 관계사 단가 재계약을 통한 마진을 제고를 위한 협상을 진행하고 있어, 성장률과 마진을 제고가 동시에 나타날 것으로 예상된다. 건물관리업의 고도화에 따라 에스원의 건물관리부문은 새로운 성장 동력원으로 자리매김할 것으로 기대되며, 단기적으로도 높은 한자릿수의 성장률이 지속될 것으로 전망한다.

상장사를 통해 살펴보는 건물관리업 밸류체인의 고도화 트렌드

기업	내용
에스원	구 제일모직으로부터 건물관리 사업부문 양수도, 자체 브랜드 "블루에셋" 출범
현대산업개발	손자회사인 건설-IT 업체 (스마트홈, 인텔리전트 빌딩 등)인 아이콘트롤스 상장 2016년내 부동산 자산관리회사 설립 또는 인수로 사업 다각화 전망
C&S자산관리	건물 시설관리업체에서 리조트 디벨로퍼, 주차장 관리 등으로 사업 다각화에 성공
케이탑리츠	부동산 자산관리회사 KOMax, 부동산 자산운용사 Orion 설립으로 사업 다각화

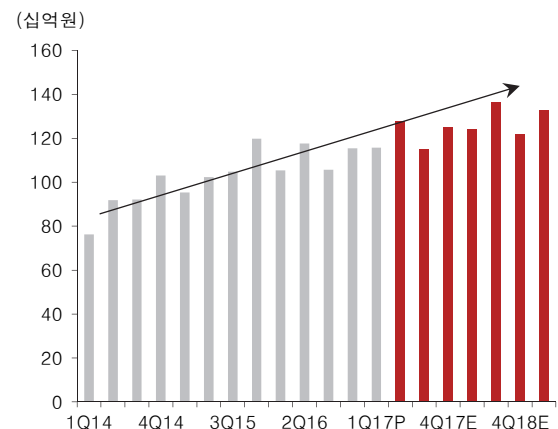
자료: SK 증권

건물관리 고도화 흐름 (FM 에서 AM 으로)



자료: 에스원, SK 증권

에스원 건물관리부문 매출액 추이 및 전망



자료: 에스원, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	374	356	435	497	571
현금및현금성자산	70	126	144	177	236
매출채권 및 기타채권	177	157	150	166	177
재고자산	56	49	36	48	51
비유동자산	1,082	1,039	1,025	1,101	1,167
장기금융자산	11	7	7	7	7
유형자산	465	470	475	459	443
무형자산	521	498	479	399	329
자산총계	1,456	1,394	1,460	1,598	1,738
유동부채	461	328	288	309	312
단기금융부채	190	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	126	133	120	139	140
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	67	86	72	73	74
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	4	4	4
부채총계	528	414	360	382	386
지배주주지분	886	980	1,100	1,216	1,352
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	827	921	1,040	1,156	1,293
비지배주주지분(연결)	42	0	0	0	0
자본총계	928	980	1,100	1,216	1,352
부채와자본총계	1,456	1,394	1,460	1,598	1,738

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	282	318	273	292	304
당기순이익(손실)	119	156	141	165	188
비현금수익비용가감	215	156	181	180	175
유형자산감가상각비	141	147	145	146	140
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	65	-1	29	29	29
운전자본감소(증가)	-52	6	-48	-54	-59
매출채권의감소(증가)	12	-3	-1	-15	-12
재고자산의감소(증가)	-9	-3	1	-12	-3
매입채무의증가(감소)	23	13	-3	19	1
기타	-77	-1	-45	-45	-45
법인세납부	-16	-42	-73	-73	-73
투자활동으로 인한 현금흐름	-455	-32	-214	-209	-194
금융자산감소(증가)	184	13	-80	1	1
유형자산처분(취득)	-143	-137	-134	-130	-125
무형자산감소(증가)	-0	-2	-0	-80	-70
기타투자활동	-1	-1	-0	-0	-0
재무활동으로 인한 현금흐름	152	-230	-41	-50	-52
단기금융부채의 증가(감소)	190	-190	0	0	0
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-37	-39	-41	-49	-51
기타재무활동	-1	-1	-0	-0	-0
현금의 증가	-21	56	19	33	58
기초현금	90	70	126	144	177
기말현금	70	126	144	177	236
FCF	139	181	140	162	179

자료: 에스원 SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,635	1,800	1,830	1,953	2,088
매출원가	1,132	1,263	1,281	1,374	1,463
매출총이익	503	537	549	579	625
매출총이익률(%)	30.8	29.8	30.0	29.6	30.0
판매비와관리비	347	363	344	340	365
영업이익	156	173	206	239	260
영업이익률(%)	9.5	9.6	11.2	12.2	12.5
조정영업이익	156	173	206	239	260
비영업손익	-22	-16	-20	-20	-18
순금융손익	-8	-2	2	1	1
외환관련손익	-1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	134	157	186	219	242
세전계속사업이익률(%)	8.2	8.7	10.2	11.2	11.6
계속사업법인세	29	37	46	54	55
계속사업이익	105	120	141	165	188
중단사업이익	13	36	0	0	0
*법인세효과	5	1	0	0	0
당기순이익	119	156	141	165	188
순이익률(%)	7.3	8.7	7.7	8.5	9.0
지배주주	103	119	141	165	188
지배주주귀속 순이익률(%)	6.3	6.6	7.7	8.4	9.0
비지배주주	16	37	0	0	0
총포괄이익	112	147	161	162	186
지배주주	106	146	161	162	186
비지배주주	6	2	0	0	0
EBITDA	297	321	351	384	400

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	38.8	10.1	1.7	6.7	6.9
영업이익	41.5	11.2	18.7	16.0	9.0
세전계속사업이익	29.8	17.1	18.6	17.5	10.7
EBITDA	38.6	7.9	9.3	9.6	4.1
EPS	19.7	16.0	17.7	17.5	13.7
수익성(%)					
ROA(%)	9.1	11.0	9.8	10.8	11.3
ROE(%)	13.9	16.7	13.5	14.3	14.6
EBITDA마진(%)	18.2	17.8	19.2	19.7	19.2
안정성(%)					
유동비율(%)	81.1	108.3	151.0	160.7	183.2
부채비율(%)	56.9	42.2	32.8	31.4	28.5
순차입금/자기자본(%)	12.9	-12.8	-13.1	-14.6	-17.4
EBITDA/이자비용(배)	29.9	129.3	n/a	n/a	n/a
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	2,708	3,142	3,699	4,346	4,940
BPS	23,316	25,792	28,947	31,993	35,583
CFPS	6,842	7,990	7,513	8,183	8,631
주당 현금배당금	1,150	1,200	1,250	1,300	1,350
Valuation지표(배)					
PER(최고)	32.9	34.4	31.5	26.5	23.3
PER(최저)	25.4	20.9	23.5	18.9	16.7
PBR(최고)	9.3	8.5	7.1	3.6	3.2
PBR(최저)	7.2	5.2	5.3	2.6	2.3
PCR	10.9	8.9	13.3	10.7	10.9
EV/EBITDA(최고)	11.1	12.2	12.2	11.4	10.9
EV/EBITDA(최저)	8.5	7.7	9.2	8.1	7.8

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.04.21	매수	116,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 21일 기준)

매수	95.1%	중립	4.9%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----