

에스원(012750)

매수(유지)

목표주가: 80,000원(유지)

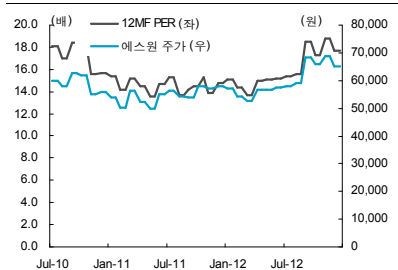
Stock Data

KOSPI(12/7)	1,957
주가(12/7)	65,300
시가총액(십억원)	2,481
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	70,800/52,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,014
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.2/49.8
주요주주(%)	Secom Co Ltd 24.7
	삼성SDI 외 7 인 20.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.7)	11.8	18.9
상대주가(%p)	(5.7)	5.9	17.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

에스원 북미 NDR 후기

가입자 기반의 안정적인 수익모델에 대한 선호도 높아질 전망, '매수'의견 유지

에스원에 대한 투자자의 '매수'와 목표주가 8만원(DCF Valuation)을 유지한다. 근거는 다음 세가지다. 1) 2013년부터 늘어난 가입자들이 이익 증가에 본격적으로 기여해 수익성이 개선될 전망이다. 2) 경기 침체, 금리 하락 등으로 가입자 기반의 안정적인 수익모델을 보유한 에스원에 대한 투자자들의 선호도가 상승할 것으로 예상된다. 3) 금년 실적 감소에도 주당배당금을 최소 작년 수준을 유지할 계획으로 주주이익환원정책이 확고하게 유지될 전망이다. 우리는 2012년 주당배당금을 1,300원으로 예상하는데 현주가 기준 배당수익률은 2%다.

에스원이 NDR에서 전달한 핵심 포인트: 2012년은 준비, 2013년부터 실적 개선 예상

에스원이 이번 미주 NDR에서 투자자들에게 전달한 내용을 요약하면 다음과 같다. 1) 2012년은 새로운 대표이사 경영 방침에 따라 가입자를 늘리고, 기술 개발 등 신성장원을 준비하는 해였다. 2) 시스템 경비 가입자를 매년 두자리수 증가시키고, ARPU는 현재 수준을 유지하는 것이 목표다. 가정용 시장의 성장잠재력을 높게 보고 있으며 2013년에는 가정용 시장을 위한 상품을 업그레이드해 출시할 계획이다. 보안 상품 판매도 금년에는 시범 프로젝트 위주였다면 향후 본 프로젝트를 수주하면 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 3) 금년 수익성 하락은 기술 개발과 신사업 준비 등을 위한 인력 충원과 신제품 출시와 가입자를 위한 마케팅비 증가, 공사 손실 발생 등 때문이었다. 2013년부터 인원 효율적 운영, 마케팅비 제한적 증가 등으로 수익성이 개선될 전망이다. 4) 주주이익 환원정책은 추가적으로 자사주를 매입할 계획은 아직 없으며, 배당은 배당성향 보다는 주당배당금(DPS)를 점진적으로 높일 계획이다. 2012년의 경우 이익은 감소하지만 주당 배당금은 최소 작년 수준으로 유지해 배당성향은 높아질 것으로 예상된다. 5) 3분기말 보유현금은 약 4천억원이고, 신성장원 발굴, M&A 등에 활용할 계획이다. 인수 대상은 시스템경비 등 기존 사업의 경쟁력을 강화할 수 있는 기술력을 보유한 업체다.

투자자들은 에스원의 경쟁력과 성장성, 보유 현금 활용과 주주이익환원정책에 관심

북미 투자자들은 국내 시스템경비 시장 성장성과 경쟁 상황, 가정용 시장 성장 가능성, 해외 시장 진출 등에 관심이 많았고, 최근 에스원의 수익성이 급격하게 하락한 것에 대한 우려를 표실했다. 주주이익환원정책과 관련해서는 보유현금 활용 방안으로 추가적인 자사주 매입 가능성을 물었고, M&A 대상을 찾고 있다는 답변에 대해 어떤 기업들이 인수대상인지를 궁금해 했다. 현재 시스템경비 사업처럼 지속적으로 수익 창출 가능한 업체가 아니라면 부정적이란 의견이 있었다. 현재의 배당성향을 유지할 것이냐는 질문에 배당성향보다는 주당배당금을 점진적으로 높여갈 것이라는 답변에 대체로 만족했다.

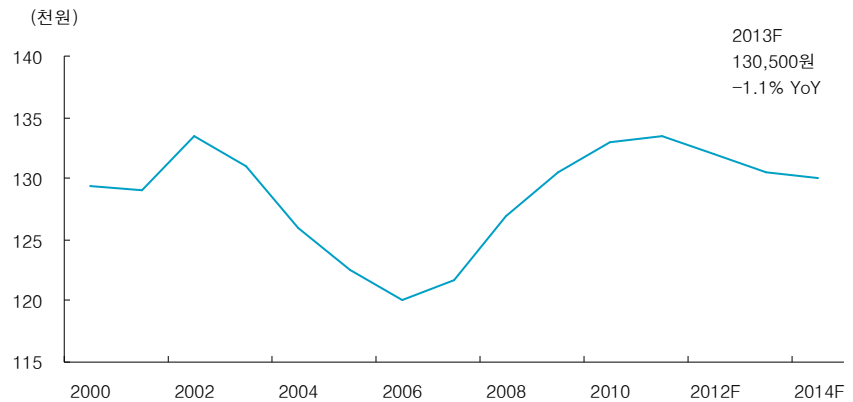
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	898	140	157	115	3,352	19.5	200	16.7	8.3	2.6	17.9
2011A	1,026	160	176	126	3,745	11.7	229	15.5	7.0	2.5	18.0
2012F	1,080	142	151	109	3,215	(14.2)	217	20.3	8.6	2.6	14.1
2013F	1,183	185	195	140	4,138	28.7	270	15.8	6.7	2.4	16.5
2014F	1,239	189	201	144	4,262	3.0	283	15.3	6.1	2.2	15.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

홍종길 3276-6168
jonggil@truefriend.com

최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

[그림 1] 연간 계약건당 시스템경비 서비스 월매출액 추이



자료: 에스원

<표 1> 부문별 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	2011	2012F	YoY	2013F	YoY	2014F	YoY
보안시스템 서비스 시스템	665.5	718.7	8.0	782.8	8.9	841.7	7.5
용역매출	641.4	693.2	8.1	753.5	8.7	816.4	8.3
공사매출	24.1	25.5	5.9	29.3	14.9	25.4	(13.4)
통합보안	155.1	177.0	14.1	192.1	8.5	204.3	6.3
상품판매	158.0	146.5	(7.3)	173.8	18.6	170.0	(2.2)
스마트카드	12.4	5.0	(59.7)	6.0	20.0	6.0	0.0
기타	5.5	6.5	18.2	6.5	0.0	6.5	0.0
소계	996.5	1,053.7	5.7	1,161.2	10.2	1,228.5	5.8
시스템 SW 개발/공급 제품판매	83.0	89.3	7.6	93.5	4.7	95.0	1.6
콜센터/텔레마케팅 용역	8.6	11.7	36.0	13.8	17.9	14.6	5.8
합계	1,088.1	1,154.7	6.1	1,268.5	9.9	1,338.1	5.5
단순 합계	1,088.1	1,154.7	6.1	1,268.5	9.9	1,338.1	5.5
(내부매출)	62.1	75.1	-	85.6	-	99.4	-
총매출액	1,026.0	1,079.6	5.2	1,182.9	9.6	1,238.7	4.7

자료: 에스원, 한국투자증권

<표 2> 연간 시스템경비 서비스 가입자수 추이와 전망

(단위: 계약, %, %p)

	2011	2012F	YoY	2013F	YoY	2014F	YoY
유지계약건수(A)	414,608	459,601	10.9%	502,695	9.4%	543,922	8.2%
순증계약건수(=B-C)	28,728	44,993	56.6%	43,095	(4.2%)	41,226	(4.3%)
신규계약건수(B)	86,824	115,476	33.0%	116,631	1.0%	116,631	0.0%
해지계약건수(C)	58,096	70,483	21.3%	73,536	4.3%	75,404	2.5%
신규계약대비 해지율(=C/B)	66.9%	61.0%	(5.9%p)	63.1%	2.0%p	64.7%	1.6%p
유지계약대비 해지율(=C/A)	14.0%	15.3%	1.3%p	14.6%	(0.7%p)	13.9%	(0.8%p)

자료: 에스원, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

에스원은 1977년 설립되었으며 1996년 유가증권 시장에 주식을 상장했다. 에스원은 토털 시큐리티 전문회사로서 보안시스템 서비스(시스템, 상품판매, 통합보안 등), 시스템 소프트웨어 개발 및 공급, 콜센터 서비스 및 텔레마케팅 사업을 영위하고 있다. 주요 자회사로는 시큐아이닷컴, 휴먼티에스에스, 에스원씨알엠 등이 있다.

- ARPU (Average Revenue Per Unit: 평균 매출단가. 용역매출을 평균 유지건수로 나눈 수치)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	435	608	642	728	811
현금성자산	108	103	140	201	273
매출채권및기타채권	78	102	108	118	124
재고자산	30	35	36	39	41
비유동자산	497	450	493	536	575
투자자산	182	85	95	104	109
유형자산	285	333	366	400	434
무형자산	29	31	31	31	31
자산총계	931	1,058	1,135	1,263	1,386
유동부채	165	195	200	214	225
매입채무및기타채무	111	132	139	152	159
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	84	102	103	112	118
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	249	297	302	326	343
지배주주지분	666	737	801	895	992
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	193	193	193	193	193
자본조정	(160)	(158)	(158)	(158)	(158)
이익잉여금	609	678	742	837	933
비지배주주지분	16	24	32	41	51
자본총계	682	761	833	937	1,043

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	160	208	189	242	255
당기순이익	119	135	116	149	154
유형자산감가상각비	60	69	75	84	94
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(53)	(28)	1	3	4
기타	34	32	(3)	6	3
투자활동현금흐름	(30)	(172)	(110)	(137)	(138)
유형자산투자	(87)	(118)	(108)	(118)	(128)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	51	(51)	(10)	(9)	(5)
무형자산순증	(1)	(4)	(1)	1	(0)
기타	7	1	9	(11)	(5)
재무활동현금흐름	(95)	(40)	(42)	(44)	(46)
자본의증가	4	1	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(40)	(41)	(42)	(44)	(46)
기타	(59)	0	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	35	(4)	37	61	71

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

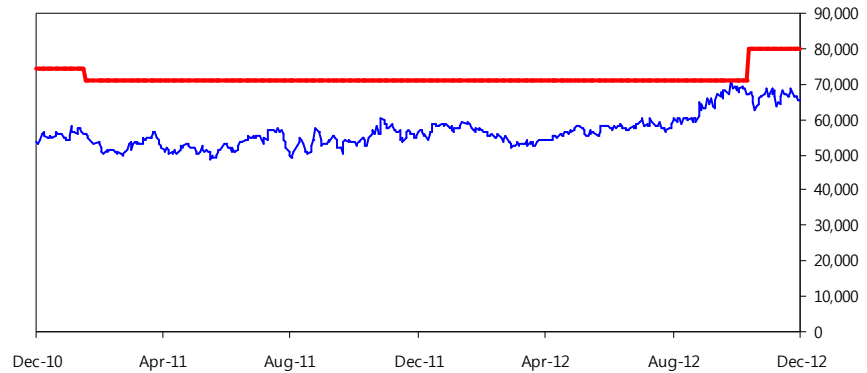
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	898	1,026	1,080	1,183	1,239
매출총이익	358	398	405	465	483
판매관리비	216	231	263	279	293
기타영업손익	(1)	(7)	0	0	0
영업이익	140	160	142	185	189
금융수익	17	16	16	16	19
이자수익	17	16	16	16	19
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	(6)	(7)	(7)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	157	176	151	195	201
법인세비용	39	41	35	46	47
연결당기순이익	119	135	116	149	154
지배주주지분순이익	115	126	109	140	144
기타포괄이익	10	(16)	0	0	0
총포괄이익	128	119	116	149	154
지배주주지분포괄이익	0	0	109	140	144
EBITDA	200	229	217	270	283

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	3,352	3,745	3,215	4,138	4,262
BPS	21,747	23,553	25,254	27,733	30,278
DPS	1,200	1,250	1,300	1,350	1,400
성장성(% , YoY)					
매출증가율	15.8	14.3	5.2	9.6	4.7
영업이익증가율	19.1	14.2	(11.5)	30.7	2.1
순이익증가율	18.8	9.8	(14.1)	28.8	3.0
EPS증가율	19.5	11.7	(14.2)	28.7	3.0
EBITDA증가율	16.1	14.6	(5.3)	24.2	4.9
수익성(%)					
영업이익률	15.6	15.6	13.1	15.7	15.3
순이익률	12.8	12.3	10.1	11.8	11.6
EBITDA Margin	22.3	22.3	20.1	22.8	22.8
ROA	13.4	13.6	10.6	12.5	11.6
ROE	17.9	18.0	14.1	16.5	15.3
배당수익률	2.1	2.2	2.0	2.1	2.1
안정성					
순차입금(십억원)	(325)	(468)	(497)	(568)	(644)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	16.7	15.5	20.3	15.8	15.3
PBR	2.6	2.5	2.6	2.4	2.2
PSR	2.4	2.1	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	8.3	7.0	8.6	6.7	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
에스원(012750)	2011.01.25	매수	71,200 원
	2012.10.21	매수	80,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2012년 12월 9일 현재 에스원 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 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
- 중 립 : 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 돕기 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.