

당신의 수익률과 안전을 지켜드립니다

BUY

Valuation

Target Price: ₩65,800

Price: ₩50,800

Margin of Safety: 30%

MktCap.(100mn): 21,545

ROE: 23.60%

ROA: 16.40%

Op.Magin: 19.67%

PER: 17.24

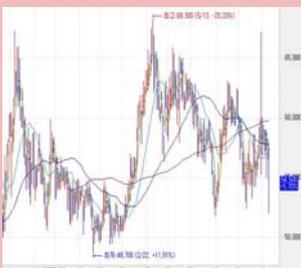
PBR: 4.48

Dividend Yield: 1.82%

Major Sh.Holder:

일본 SECOM : 24.66%

주가추이



✓ 가장 빠른 스타트, 꾸준한 발놀림

에스원은 시장의 선두 주자로서 1981년 업계 최초로 무인 경비를 도입한 이래 국내 경비보안 시장에서 꾸준히 1위 자리를 지키고 있다. 업계 1위의 장점을 십분 활용하여 꾸준하고 안정적인 행보를 이어나가고 있는 당사는 최근 수 년간 2위와의 격차를 벌려 나아가면서 경쟁사가 따라올 수 없는 굳건한 위치를 다져 나가고 있는 상황이다.

✓ 길은 잘 닦여 있다

국내 경비보안 시장은 해외 시장과 비교했을 때 아직 성장하는 단계이다. 하지만 앞으로 당사가 활동할 시장의 모습은 낙관적이라고 할 수 있다. 국내 GDP대비 보안 지출과 선진국의 경비보안 시장 성장 추세를 보았을 때 향후 국내 경비보안 시장은 성장할 것으로 판단된다. 또한, 향후 소득 수준이 상승할 것이라고 보았을 때 보안에 대한 욕구는 점점 늘어날 것이 분명하다.

✓ 알찬 몸매, 몸무게도 늘어날 것

당사의 영업이익률은 최근 꾸준히 높아져 2008년 반기에는 사상 최고의 영업이익률을 기록하였다. 이런 영업이익률 증가 추이는 당사의 수익성 개선 노력으로 앞으로도 계속될 것으로 보인다. 또한 타사 대비 탁월한 경쟁력을 가지고 수익성 높은 계약을 늘려나가면서 외형적으로도 성장할 것으로 판단된다.

✓ 현금을 쥐고 댄다

당사는 단기 예금을 포함한 현금을 3,200억 가량 가지고 있다. 어려운 경제 여건 속에서 안정적인 현금을 손에 쥐고 사업을 진행하고 있는 것이다. 게다가 예금 등에서 나오는 119억의 이자 수익도 무시하지 못할 수익원이다. 당사는 이 현금을 가지고 자사주를 매입하는 등의 주주 가치 제고에도 힘쓰고 있다.

기업분석 2팀

김진호, 류제민, 정성우,
송민철, 유슬아

I. 기업소개

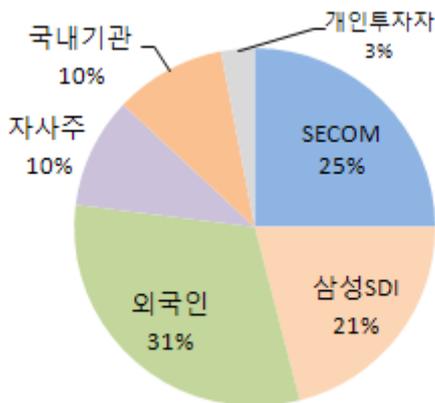
에스원은 국내 최초의 기계경비업체이다.

에스원은 국내 최초의 기계경비업체로 1977년 설립된 회사이다. 1980년 9월 일본 SECOM 주식회사의 출자로 합작투자기업이 되었으며, 1996년 1월 30일 경비업체 중 유일하게 한국증권거래소에 주식을 상장하였다. 1981년 무인기계경비를 본격 도입을 시작으로 상업용, 가정용 상품을 개발, 99년 BMS(Building Master System) 출시와 2003년 SBMS(Smart Building Master System)를 출시, 2006년 영상관제시스템, 무선시스템 출시 등 변화하는 시장환경에 적극적으로 대응해 오고 있다.

에스원의 국내 시장 점유율은 63%에 달한다.

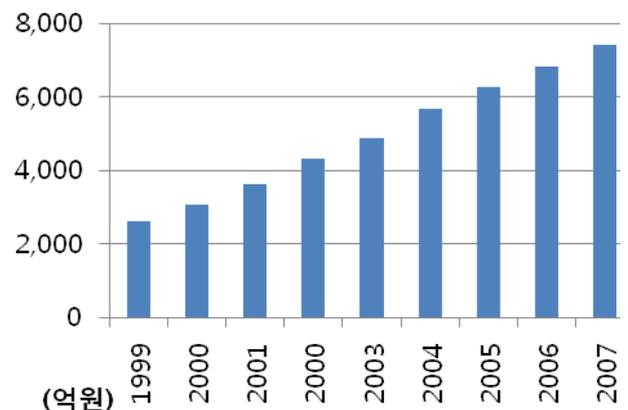
에스원의 시가 총액은 21,925억 원이고, 주요 주주는 일본 SECOM(24.66%), 삼성 SDI(20.57%) 등으로 구성되어 있다. 당사는 회사 설립 후 30여 년간 기계경비 시장 점유율 1위를 지켜오고 있으며, 현재 시장 점유율은 63.73%이다. 98년 이후 매출액이 계속 증가하면서, 2007년 7,420억 원의 매출액을 기록했다. 당사가 주력하고 있는 사업 부문은 시스템, 통합보안, 상품판매, 스마트카드이며, 부문별 매출 비율은 무인 감지기와 통신 네트워크로 무인경비 서비스를 제공하는 시스템 부문이 80%, 고객의 시설물에 당사의 직원을 파견 및 상주시키는 통합보안 부문 11%, 상품판매 부문 7%, 방범, 출입관리 등의 보안카드 기능을 하는 스마트카드 부문 2%이다.

그림 1. 지분 구조



자료: 에스원 IR자료

그림 2. 매출액 추이



자료: 퀀티와이즈

II. 산업분석

범죄 검거율의 감소로 인해 경비산업에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것이다.

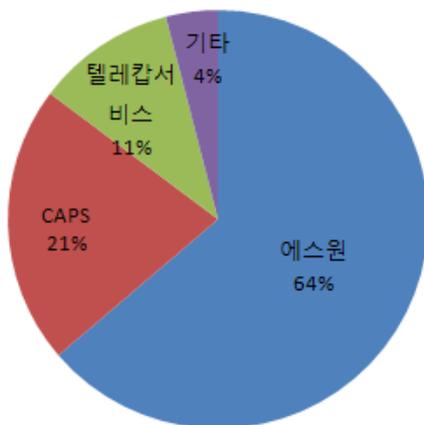
범죄와 함께하는 산업

경비보안업은 사무실, 주택 등에서 인명보호, 재산보호, 도난 방지 및 귀중품 운반 업무 등을 수행하는 산업이다. 따라서 경비보안업과 범죄는 매우 밀접한 관련이 있다. 2004년 이후 총 범죄 발생건수는 감소세로 전환하였으나 최근 흉악강력범죄와 재산형 범죄 등 특정 범죄 발생건수는 증가하는 추세를 보이고 있다. 가장 중요한 점은 범죄 검거율이 지속적으로 감소하고 있다는 점이다. 또한 한국의 경찰 1인당 담당 인구는 2006년 기준 513명으로 주요국(미국: 438명, 일본:502명, 영국: 363명, 프랑스: 271명 등)에 비해 여전히 열악한 수준이다. 이러한 경찰 치안의 한계로 인해 앞으로의 경비보안업의 관심과 수요는 계속 증가 할 것으로 보인다. 특히나 2007년에도 전년 동기 대비 15%의 성장세를 기록하였다.

경비산업은 과점구조를 형성하고 있다.

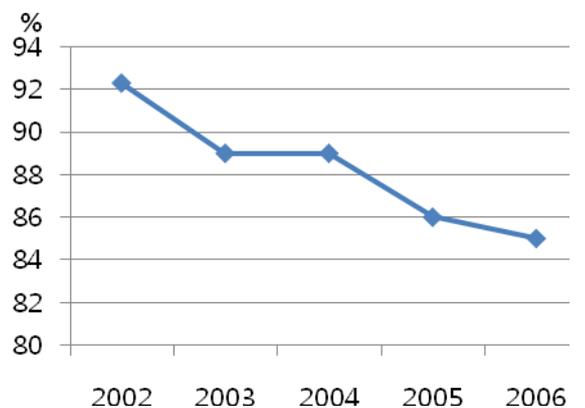
국내 경비보안 분야는 기계경비와 인력경비로 구분된다. 인력경비는 경비원만으로 경비업무를 제공하는 것이지만, 기계경비는 네트워크 시스템을 구성하여 무인 경비를 실현하는 경비체제를 말한다. 우리가 주목해야 할 분야는 기계경비이다. 현재 에스원(63.73%), 캡스(21.53%), 텔레캡 서비스 (10.74%)가 기계경비 시장 전체의 96%를 점유하고 있는 과점적 시장구조를 형성하고 있다. 기계경비업은 신뢰성, 통신 네트워크, 막대한 초기 투자 비용 등이 필요한 진입장벽이 높은 산업이고, 따라서 대기업 중심의 과점 시장이 형성 될 수 밖에 없다. 96%를 3사가, 4%를 1,500여 개의 영세기업이 점유하고 있는 현재 상황을 보았을 때 과점적 구조는 앞으로도 유지 될 것으로 판단된다.

그림 3. 시장점유율



자료: 에스원 IR자료

그림 4. 범죄 검거율 추이



자료: 통계청

진입 장벽이 존재하는 산업

막대한 초기투자비용 경비보안 산업이라는 자체의 특성에 의해서 처음 경비보안 시장에 들어오려면 신뢰와 인지도 증가 대책 및 각종 투자비용이 필요하다. 여기에는 가장 중요한 부분은 전국적인 지점설치와 시스템 네트워크 형성이다.

전국적인 지점망 확보 경비보안 산업의 특성상 지점의 수가 전국에 고루 분포해야 되고 그것이 바로 경쟁력이 되는 시장 구조이다. 하지만 하나의 지점당 cover 할 수 있는 area 는 한정되어 있으므로 전국적 사업을 하기 위해서는 고른 지점 설치가 필수적이다. 또한 얼마나 많은 지점이 전국적으로 분포가 되어 있는지에 따라 회사의 측면에서는 가입자가 많아 질수록 비용이 적어지는 규모의 경제를 이룩할 수 있으며 고객의 입장에서는 경비보안 업체의 신뢰도를 보여 줄 수 있는 것이다.

지점 연결 및 관제하는 시스템 네트워크기 술력을 갖추어야 한다. 경비보안 산업의 구조상 이상 징후 발견 시 바로 중앙 관제 시스템으로 통보되고 대처를 하는 방식으로 나가게 된다. 또한 전국을 대상으로 하는 사업이기에 지점 각각의 현 상황이 즉각 보고 될 수 있는 시스템 네트워크 설비는 필수이다. 이것이 갖추어 지지 않을 시에는 지점망이 많다고 해도 규모의 경제를 일으킬 수 없다. 하지만 이러한 시스템 네트워크는 기술력이 없고 자금력이 없으면 절대로 이룰 수 없는 부분이다.

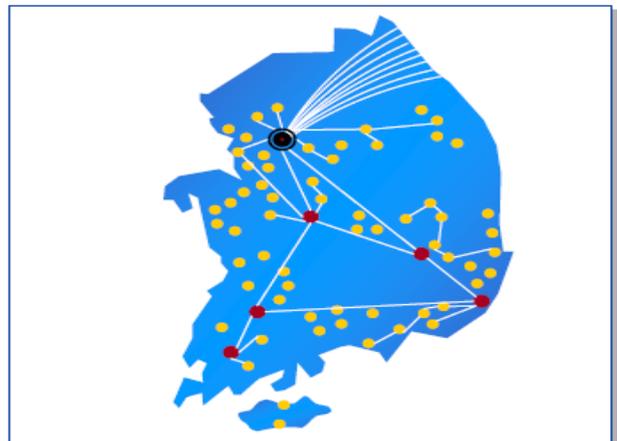
결론적으로 초기투자비용이 크며 그에 따른 기술력 및 노하우도 이미 굳건히 형성되어 있어 다른 업체에서 진입하기에는 힘들다고 볼 수 있다.

그림 5. 시스템 관제실 모습



자료: 에스원 IR보고서

그림 6. 전국적인 지점망



자료: 에스원 IR보고서

경비보안 산업은 성장한다

과거 연평균 12%의 견조한 증가세를 유지했다.

경비보안산업은 에스원을 시작으로 한 이래 꾸준한 성장을 보여왔다. 1998 년도에 5,700억 시장이었던 경비보안산업은 계속된 시장의 성장으로 2006년 1조 5,500억 시장으로 연평균 12%의 꾸준한 상승을 해왔다.

외국 보안 산업과 비교, 향후 성장전망 또한 밝다.

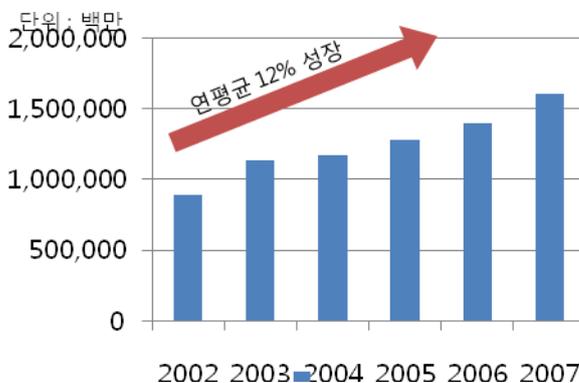
본 리서치 2 팀은 현재와 향후 경비보안 산업의 성장가능성을 찾기 위해서 외국의 경비보안산업 상황과 비교하는 방법을 사용하였다. 외국과 비교하는 이유는 한국의 경제 수준이 현재 미국이나 일본과 같은 선진국 수준으로 가기에는 수 년의 기간이 소요될 것이라 보여지기 때문이다. 따라서 현재의 미국이나 일본의 경비보안 사업 현황을 분석함으로써 한국 경비보안 시장의 향후 10 년과 10 년 후에 어떠한 모습일지를 예측 가능하다.

외국대비 보안 산업의 성장여력은 충분하다.

해외 경비보안 시장을 국내와 비교해보면 향후 국내 경비보안 시장의 성장은 계속 될 것이다. 우리나라는 표에서 보듯 GDP대비 경비보안산업 비중이 0.09% 이지 만 미국과 일본은 각각 0.31%, 0.16% 이다. 또한 중요한 것은 미국과 일본의 경우 이러한 비중이 GDP 성장에 따라 증가해 온 결과라는 점이다. 따라서 아직도 우리나라의 경비보안 산업의 성장 여력은 충분하다고 볼 수 있다. 또한 최근 Freedonia에서 밝힌 자료에 따르면 GDP가 증가 할수록 경비보안 산업도 우상향으로 증가한다는 결과를 발표 하였다. 따라서 경비보안 산업은 한국의 GDP 성장에 따라 꾸준히 증가할 것임을 알 수 있다.

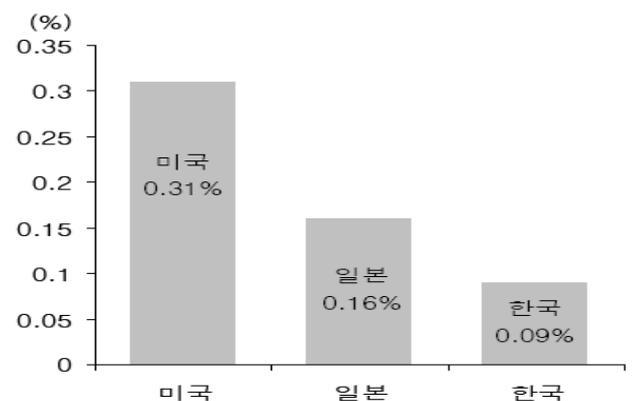
또한 경비보안산업의 선두에 서있는 미국과 일본이 과거에 꾸준히 성장해 왔을 뿐만 아니라 현재에도 성장을 계속하고 있는 것으로 보고되고 있다. 따라서 국내 경비보안시장 또한 10 년 후에도 견조한 성장세는 이어질 것으로 판단된다.

그림 7. 경비보안업 매출액 추이



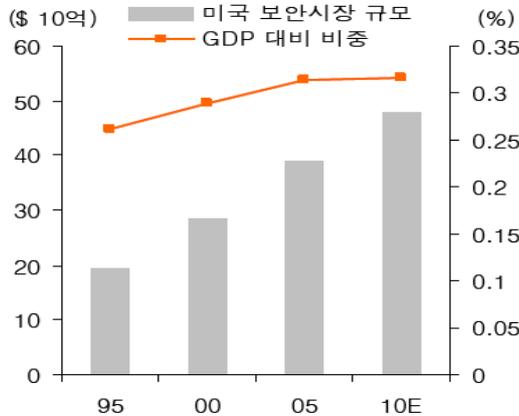
자료: kislne 산업 보고서

그림 8. GDP대비 경비보안산업 지출 비중



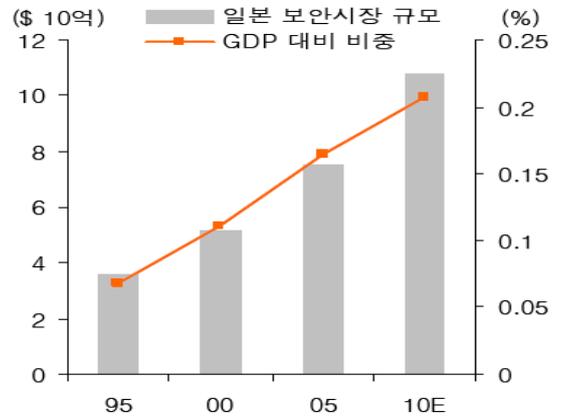
자료: Freedonia, IMF

그림 9. 미국의 경비보안산업 전망



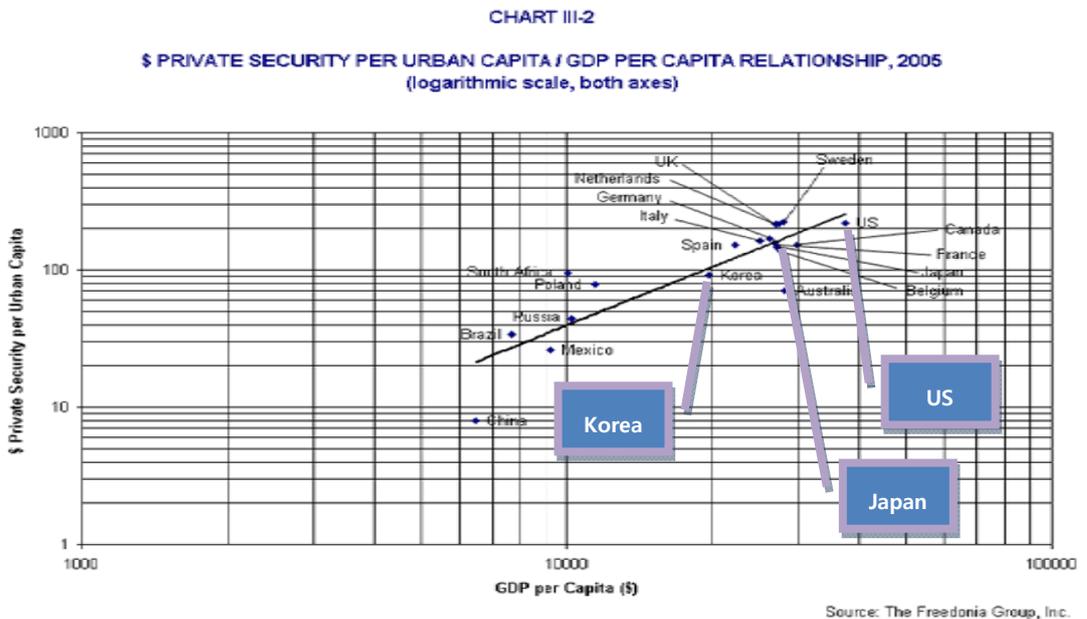
자료: Freedonia, IMF

그림 10. 일본의 경비보안산업 전망



자료: Freedonia, IMF

그림 11. GDP 대비 개인 보안 비용 지출액



자료: Freedonia group

첨단 경비 시스템 개발로 발전하는 산업

고가의 기술력으로 고객만족과 수익성을 동시에 잡는다.

지금까지의 경비보안산업의 서비스 형태 흐름은 저가형의 상품을 많이 출시하여 많은 사람들의 보안욕구를 충족시켜주려고 노력하였다. 하지만 점점 첨단기술이 접목된 서비스가 시장을 주도하기 시작했다. 첨단 기술이 들어간 경비보안시스템은 고가이고 그에 따라 경비보안산업의 수익성이 증대 될 것이라고 볼 수 있다. 최근 에스원은 '세콤 IMS(Image Monitoring System)'이라는 영상 관제시스템을 시장에 내놓고 시장변화를 주도하고 있다. 이 시스템은 적외선

카메라를 이용, 야간에도 침입자의 신원을 확인할 수 있는 것은 물론 PC 나 휴대전화로 가정이나 사업장을 감시하는 기능도 갖췄다. ADT 캡스는 LBS 서비스를 내놓았는데 이것은 KTF 와 SKT 가입자가 휴대전화를 통해서 위험을 알리면 경비업체 직원이 출동해 개인을 보호해주는 서비스이다. KT 텔레캡 또한 국내 최고의 IT 기술력을 가진 KT 의 계열사들과 함께 기술개발에 적극적으로 나서고 있다. 일본의 경우는 지난 2000 년 영상관제시스템이 출시된 이후 매년 30%에 가까운 성장세를 이어가고 있다. 또한 신규가입자의 20%는 영상관제시스템을 선택한다는 점도 고무적이다. 즉 이러한 첨단 기술의 도입으로 인해서 경비보안 시스템에 대한 품질이 높아지고 수요가 더 늘어나며 수익성이 향상 될 전망이다.

III. 기업분석

Business Model

매출의 78%를 차지하고 있는 시스템 매출은 안정적 현금 창조의 주 원동력이다.

기본적인 에스원의 BM은 시스템 경비가 주라고 할 수 있다. 앞서 기업개요에서 알 수 있듯이 시스템 경비가 매출의 78%를 차지하므로 이 부분을 가장 중점적으로 살펴 보아야 한다.

시스템 경비라는 것은 첨단 감지기와 유무선 통신 네트워크, 그리고 컴퓨터와 출동요원이 유기적으로 결합하여 방범, 방재 등 각종 안전서비스를 제공하는 무인 기계경비를 말한다. 이러한 시스템 경비에는 사무실, 점포용, 금융 기관용, 빌딩 공장용, 가정용 그리고 그 안에 TAS(Total Apartment Service)가 있다.

공사비와 기계비를 고객에게 전가 및 월정액료의 지속적인 유입

고객의 보안 요청이 들어오면 업체에서 가정인지 상업인지를 판단하게 된다. 그리고 고객의 실평수에 따라서 금액을 책정하게 되는데 경비보안 기기의 공사비를 고객들에게 부과하여 수익을 올리게 된다. 또한 1 개월 이용료를 보증금으로 받아서 계약 기간 동안에 설치되어 있는 기기에 파손할 경우에 대비, 또한 고객의 변심에 의한 설비 일체 선구입의 손실을 hedge 할 수 있다. 따라서 모든 기기 파손의 책임이 고객에게 전가되는 셈이다. 마지막으로 월정액료의 지속적인 유입이 있다. 1~3 년의 계약에 따라서 꾸준한 현금이 당사 수중으로 들어오고 현금흐름이 원활 하다. 따라서 매우 안정적인 비즈니스 모델이라고 할 수 있다.

추가적으로 당사는 일본 세콤의 브랜드를 따오고 기술 합작을 하는 대가로 로열티를 지급하고 있는데 그 규모는 시스템 보안 부문 순 매출액의 0.7%수준이다. 그에 따라 작년에는 약 56 억을 로열티로 지불하였다.



막강한 브랜드 파워

**브랜드파워 1위 기업
에스원**

당사의 경쟁력으로 첫 손에 꼽을 수 있는 것은 분명 브랜드 파워일 것이다. 30년 동안의 영업력을 바탕으로 당사의 '세콤'이라는 브랜드는 경비보안시장의 대표 주자로 자리잡고 있다. 이는 당사가 한국능률협회에서 매년 실시하는 '한국산업의 브랜드파워(K-BPI)' 조사에서 2006년에 신규로 편입된 방범보안서비스 분야의 3년 연속 1위를 유지하고 있다는 것으로 확인이 가능하다.

광고선전비 지출이 경쟁사 대비 1.9배

이러한 높은 브랜드 인지도는 단순히 시장의 선점 업체로서의 이점에만 기인한 것은 아니다. 당사는 지난 10년간 광고선전비에서 누계액으로 370억 원을 지출하였다. 이 기간 동안 업계 2위 업체인 ADT 캡스는 196억 원을 지출하는데 그치고 있다. 이는 금액으로는 173억, 비율로는 1.9배에 해당하는 것으로 당사의 높은 브랜드 파워 형성에 오랜 시간에 걸쳐 큰 역할을 하였다고 판단된다. 당사가 경쟁업체에 비해 더 큰 규모의 광고선전비 지출이 가능한 것은 매출액의 차이뿐만 아니라 타사 대비 10% 정도 더 높은 영업이익률, 즉 수익성이 우수한 점에 기인한 측면이 크다. 그렇기 때문에 이러한 마케팅비용의 절대액 차이는 앞으로도 유지되어 브랜드 파워를 견고히 하는데 기여할 것으로 보인다.

넓은 Coverage와 직원 1인당 계약건수에서 큰 차이

가장 많은 서비스 거점 확보로 경쟁사 대비 서비스 Coverage가 크다.

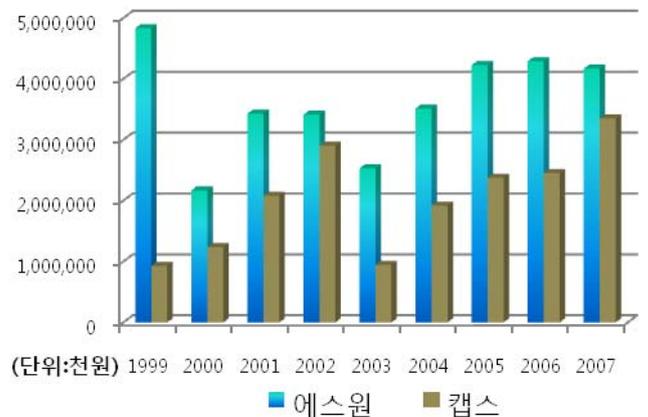
경비보안업의 경쟁력 중 가장 핵심은 바로 출동서비스의 품질이다. 현재 경비보안업의 대표 3사는 우리 나라의 전 지역을 대상으로 영업을 하고 있기 때문에 각 회사의 지사수, 그리고 직원수를 비교하는 방법으로 서비스 품질에 대해 충분히 언급이 가능하다. 당사는 2008년 10월 현재 전국에 걸쳐 본사 8개, 지사/영업소 165개로 총 173곳의 거점을 운영하고 있다. 이에 반해 캡스는 본사와 지역본부

그림 12. 경비업 대표 3사의 브랜드 로고



자료: Research 2 Team

그림 13. 광고선전비 지출액



자료: Research 2 Team

8 개에 지사/영업소 85 개로 총 93 개의 거점을 운영 중이고, KT 텔레캅서비스는 본부 6 개, 지사 40 개로 총 46 곳만을 운영 중이다. 우선 이 차이만으로도 당사의 경비서비스 커버리지가 경쟁사에 비해 월등히 크다는 것을 파악할 수 있다.

경쟁사 대비 직원 1인당 관리대상계약건수가 20% 정도 적다.

그리고 당사의 직원수는 2008 년 초 기준으로 4,387 명으로 캡스의 2,500 명 대비해 1.75 배의 차이를 보여주고 있다. 그런데 중요한 것은 2007 년 말 기준으로 3 사의 계약유지건수를 살펴보면 에스원이 38 만건, 캡스가 29 만건 정도라는 점이다. 이를 토대로 직원 1 인당 관리대상계약건수를 계산하면 당사는 86.6 건으로 캡스의 116 건 대비해 30 건 정도 적은 상태이다. 이와 같은 수치로 당사의 출동서비스 품질이 경쟁사에 비해 높다는 것이 어느 정도 증명된다고 할 수 있다.

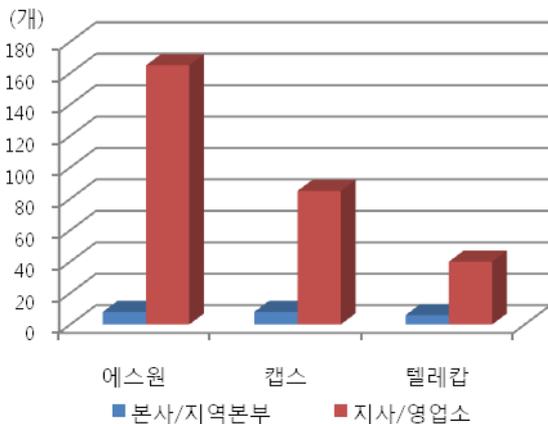
위의 두 가지 핵심 경쟁력인 브랜드 파워와 높은 서비스 품질을 바탕으로 당사는 설립부터 지금까지 업계 1 위의 시장점유율을 유지하고 있으며, 게다가 2000 년 50% 정도 수준이던 점유율은 2007 년 말 현재 63%까지 확대되어 있는 상황이다.

지속적인 수익성 강화 전략

가입자당 월평균매출액이 증가하고 있다.

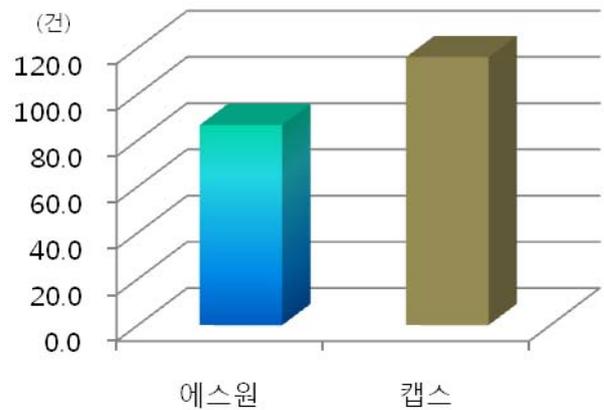
당사는 2002 년부터 2006 년까지 외형 성장에 집중한 나머지 수익성에 취약한 저가 서비스의 보급에 주력하였다. 그 대표적인 서비스가 바로 TAS 로 이 서비스는 계약 건당 월정료가 20,000 원 수준이다. 그 결과 2002 년 133,000 원이던 ARPU(가입자당 월평균매출액) 2007 년에는 120,000 원 수준까지 감소하고 말았다. 이에 당사는 2006 년부터 TAS 와 같은 저가 서비스의 비중을 줄이고 고가 서비스의 보급에 집중하기로 전략을 수정하였다. 이러한 노력으로 2008 년 1 분기는 125,000 원, 그리고 2 분기는 126,000 원으로 ARPU 가 점차

그림 14. 본사 및 지사/영업소 비교



자료: 각 회사 홈페이지 및 사업보고서

그림 15. 에스원과 캡스의 직원 1인당 관리대상계약수



자료: 각 회사 홈페이지 및 사업보고서, Research 2 Team

상승하는 추세에 있다. 리서치 2 팀의 분석으로 볼 때, 6,000 원의 ARPU 증가는 18,000 건의 계약을 더 유치하는 것과 같은 효과를 나타내게 된다.

TAS 고객 급감 및 유치 기피로 2008년 계약유지건수는 소폭 감소할 것이다.

물론 이 과정에서 TAS의 해약건수가 급증하고 TAS의 신규가입은 수익성 검토 후에 까다롭게 이루어지고 있어 2008년의 계약 유지 건수는 2007년에 비해 2만 건 정도 감소한 36만건으로 추정된다. 또한 2008년 상반기의 매출액 역시 지난해 같은 분기와 비교해 7억원 가량(매출액의 0.2%)이 감소하는 모습을 보였다.

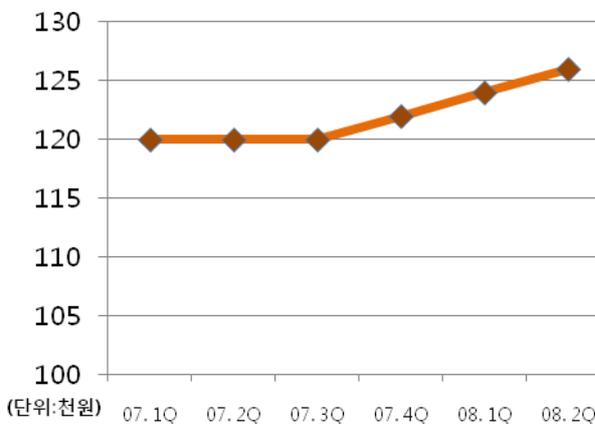
영업이익률은 점차 상승하는 추세이다.

하지만 영업이익은 오히려 9억원 가량 증가해 2008년 상반기의 영업이익률은 19.67%를 기록했다. 그리고 당사의 TAS 가입자 이탈은 2005년을 시작으로 이루어져 현재 마무리 단계에 있다. 따라서 2008년 상반기와 같은 순가입자수 감소는 점차 개선되는 방향으로 변화할 것으로 판단된다. 또한 이와 함께 고급 서비스의 수요증가로 현재의 ARPU가 각 분기마다 1,000원 가량씩 상승하여 2002년 수준까지 접근할 것으로 보인다. 그렇기 때문에 당사의 경쟁력과 산업의 성장성을 감안할 때, 2009년부터는 다시 외형적인 성장이 가능할 것으로 판단된다.

매출액 대비 유·무형자산의 감가상각비가 감소하고 있다.

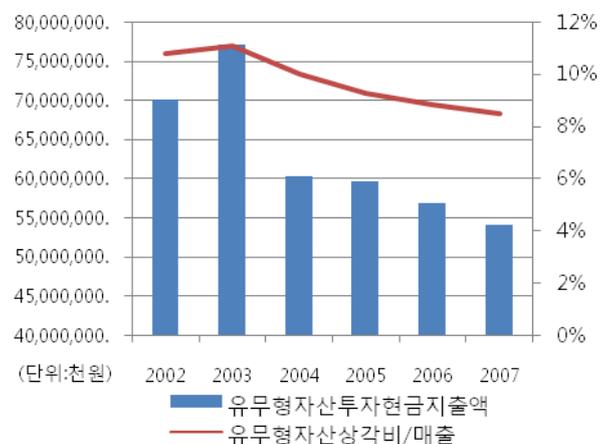
수익성 개선의 두 번째 포인트는 감가상각비 감소에 있다. 당사는 2003년을 고점으로 하여 점차 설비투자가 감소하는 모습을 보여주고 있다. 이는 전국적인 네트워크 설비의 설치가 마무리 단계에 있음을 의미한다. 그 결과, 매출액 대비 유·무형자산의 감가상각비가 2003년 보다 2.5% 감소하였다. 이는 당사의 수익성을 개선시키는 역할을 하고 있다.

그림 16. ARPU 증가율



자료: 에스원, Research 2 Team

그림 17. 유·무형자산 투자 및 상각비비중 감소



자료: 에스원, Research 2 Team

안정적인 재무구조의 에스원

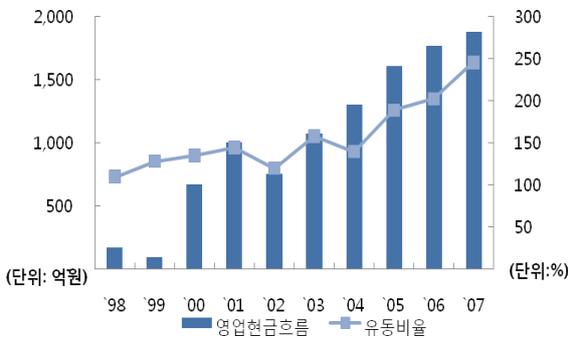
에스원은 안정적인 재무 구조를 가지고 있다.

에스원은 자기자본비율이 70%, 당좌비율이 236%로서 매우 안정적인 재무 구조를 가지고 있는 무차입경영 기업이다. 2008년 2분기 현재 당사의 당좌자산은 3600억 원에 달한다. 2007년 한 해 동안 단기금융상품으로 벌어들인 이자수익은 119억이다. 240%의 양호한 유동비율을 보이고 있으며, 2007년까지 10년간 영업 현금흐름도 꾸준히 증가하는 추세다. 이렇게 안정적인 재무구조는 당사의 성장성을 뒷받침하는 동력이다.

풍부한 현금을 바탕으로 한 주주환원정책을 꾸준히 시행하고 있다.

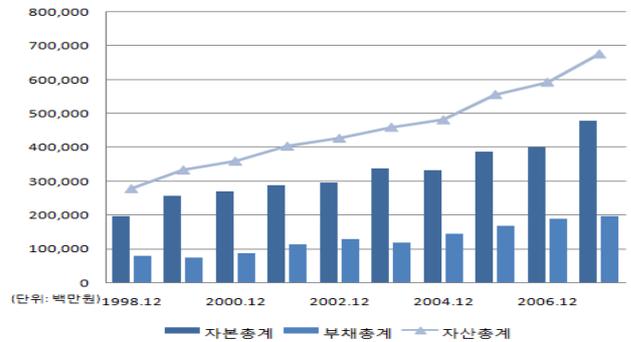
에스원은 풍부한 현금을 바탕으로 주주환원정책을 꾸준히 시행해왔다. 2002년부터 꾸준히 이어온 자사주 매입은 현재 매입 총액이 1150억 원에 이른다. 또한, 충분한 현금 보유로 꾸준한 배당을 이어왔다. 현금 배당금 총액의 증가로 최근 5년간의 주당 배당금은 매년 평균 21.2%씩 증가하고 있다. 빠르게 늘고 있는 잉여 현금 역시 2008년 말의 배당에 대한 기대를 높이는 요인 중 하나이다. 당사의 BM은 초기 보안 기기 투자비가 발생한 이후에는 가입자로부터 월 정액이 유입되어 꾸준히 현금이 쌓이는 구조이다. 이러한 안정적인 현금 창출에서 이어지는 주주 가치 상승 여력은 당사의 투자 매력도를 늘리고 있다.

그림 18. 영업현금흐름 추이



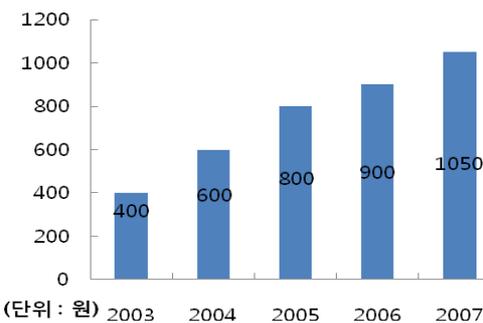
자료: KISVALUE, Research 2 Team

그림 19. 자본구조의 변화추이



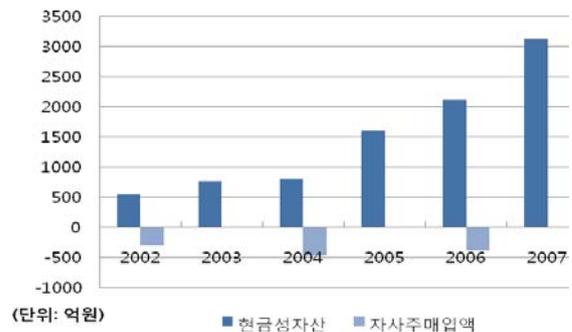
자료: KISVALUE, Research 2 Team

그림 20. 배당금 추이



자료: KISVALUE, Research 2 Team

그림 21. 현금보유액 및 자사주 매입 현황



자료: KISVALUE, Research 2 Team

IV. 리스크

직원사고 문제가 발생하고 있으나 우려할 수준은 아니다.

지난 2007년 9월, 에스원의 직원의 강도 사건을 비롯하여, 최근 1년 간 벌어진 직원 범죄는 세 건에 달한다. 2008년 1월에는 AMT 절도 사건이 발생하였고, 9월에는 순찰 중인 직원이 여성 고객을 성폭행한 사건이 발생하여 물의를 일으켰다. 그러나 해당 사건이 일어난 시점에서의 주가의 추이와 계약 해약 건수를 살펴본 결과, 이러한 사건은 해당 기업의 펀더멘털에 큰 영향을 주지 않는 것으로 드러났다. 당사에 대한 브랜드 신뢰도와 영업 능력이, 이러한 단기적인 악재에 흔들리지 않는다고 볼 수 있다. 또한 에스원 기업 내부적 차원에서도 직원 재교육 및 관리로 이러한 사건이 재차 발생하는 것을 막는데 주력하고 있다.

경쟁사의 저가시장 공략으로 시장 점유율이 줄어들었지만 당사의 성장성은 문제없다.

경쟁사의 시장 점유율 잠식도 에스원의 리스크 중의 하나이다. 그러나 이 또한 당사의 성장성을 위협할 수준은 아니다. 2008년 1분기 당사의 누적 계약 건수는 376,919 건으로 2007년 4분기에 비해 1.1% 정도 감소했지만, 당사의 영업이익은 오히려 0.7% 늘어났다. 이는 고가시장으로 영업력을 집중하는 전략이 성공하고 있음을 의미한다. 오히려 저가시장에서 영역을 넓히고 있는 KT 텔레캅의 영업이익률은 마이너스 상태를 벗어나지 못하고 있다. 캡스의 경우에는 KT 텔레캅보다는 고가, 에스원보다는 저가의 상품을 제공하고 있는 상태로, 2007년 영업 이익률 역시 그 중간 정도인 9.8%이다. 고가전략을 펴서 수익성을 강화시키려 하면 외형적 성장이 불가능해지고, 저가전략은 수익성 악화 문제가 드러나는 애매한 상태인 것이다. 캡스는 이에 대한 뚜렷한 대책을 보이지 못하고 있다.

따라서, 에스원의 실적 전망은 양호하다. 시장 점유율이 현재 2% 떨어졌고, 이후에 약 5%까지 감소할 가능성이 있지만, 시스템경비시장 자체가 성장하고 있고 영업이익의 개선이 두드러지기 때문에 성장성의 악화는 나타나지 않을 것이다. 또한 경쟁사의 뚜렷한 수익 개선 signal 이 보이지 않으며, 당사의 고급 경비 시스템에 대한 수요가 증가하고 있으므로 향후 매출도 증가할 것으로 판단된다.

신규 업체의 시장 진입 가능성이 낮다.

향후 성장성을 기대한 신규 업체가 시장에 진입하여 에스원의 점유율을 뺏을 가능성도 높지 않다. 한국의 경비보안 산업은 이미 일본의 SECOM 과 미국의 TYCO 2사와 KT가 진입해있는 상태이다. 1981년 업계 최초로 시스템 경비보안업을 개시한 당사의 경우, 영업이익률이 1998년 5.53%에서 2008년 19.67%로 이르기까지 10년 이상이 소요되었다. 세계 제 1의 경비업체인 ADT를 자회사로 가지고 있는 TYCO사가, 1999년 캡스를 인수한 이후로 22%의 시장 점유율을 달성하기까지 10년이 걸렸다. 또한, 국내 최대 통신망 업체인 KT를 등에 업고 신규 사업을 시



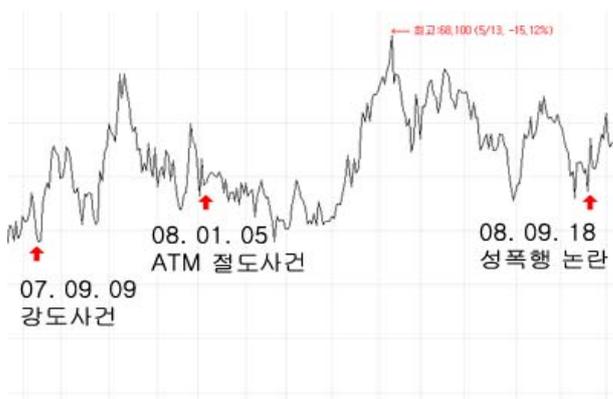
작한 KT 텔레캅은 여전히 영업이익률 마이너스 상태를 기록 중이다. 단기적으로 가시적인 수익을 내기엔 경비보안업은 투자매력이 낮은 사업인 것이다.

PER이 높지만 일본 1위업체 SECOM과 비교하면 높은 수준은 아니다.

2008년 10월 10일 현재 에스원의 PER는 17.24 배이다. 당사는 현재 국내 경비보안산업의 유일한 상장사이므로 국내 기업을 대상으로 한 비교는 불가능하다. 그러므로 비슷한 사업구조와 점유율을 가지고 있는 일본 SECOM 과의 비교를 통해 당사의 PER를 판단하도록 하겠다.

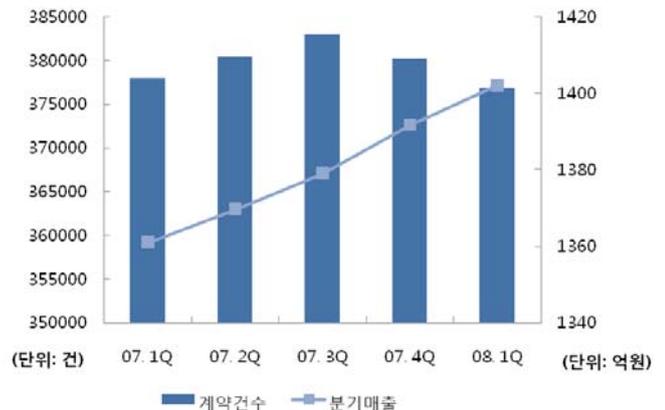
2008년의 금융위기로 인한 주가 폭락은 기업의 펀더멘탈을 파악하기에 무리가 있다는 판단 아래, 2007년까지의 PER를 비교해 보았다. 2007년 1월의 일본 SECOM의 PER는 22.8 배이다. 2007년 1월을 기준으로 한 일본 주식시장의 PER는 22.15이다. 이를 KOSPI PER를 기준으로 전환하면 11.6 배가 나온다. 이는 당사의 14.8 배에 비하면 낮은 수치이지만, 일본의 경비보안시장 규모와 한국의 시장규모가 다르고 한국의 시장은 앞으로도 성장 가능하다는 점을 감안해 볼 때, 이 정도의 리스크는 감수할 만한 수준이라 판단된다.

그림 22. 직원사고와 에스원 주가 추이



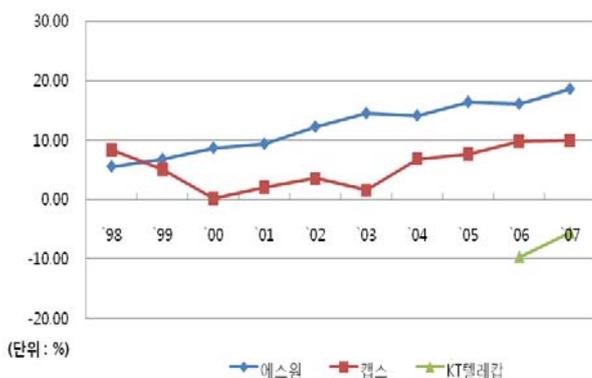
자료: Research 2 Team

그림 23. 계약건수 및 분기매출 추이



자료: 에스원, Research 2 Team

그림 24. 3사의 영업이익률 추이



자료: KISVALUE, Research 2 Team

그림 25. 일본 SECOM 주가 및 PER 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치 센터

반독점법 리스크는 아직 고려할 만한 단계가 아니다.

독점규제 및 공정거래에 관한 법률은 아직 리스크 요인으로 보기는 어렵다. 당사는 시장점유율이 50% 이상으로 이미 시장지배적 사업자에 해당하는 상태이다. 시장지배적 사업자는 지배적 지위의 남용 시에 공정거래위원회에 의해 시정조치를 받고 과징금을 추징 받게 된다. 지배적 지위의 남용에는 가격의 부당한 인상이나 공급량 조절, 업체간 담합 행위, 타사업자 사업활동 방해 등이 해당되는데 아직 경비보안업계에서는 이러한 행위가 발각, 시정된 전례가 있지 않다. 이는 현재 업계의 3사가 치열한 경쟁을 계속하는 상황을 통해 미루어 짐작해 볼 수 있다. 현재는 경쟁사와의 협력보다는 경쟁이 가속화되고 있는 상태로 아직 담합 등의 문제가 불거질 가능성은 적다고 보인다. 또한 중요한 것은 시정조치는 어느 정도 영향이 있겠지만 과징금의 경우는 매출액의 3%를 초과하지 못하기 때문에 이러한 리스크가 표면화되어도 이는 일시적인 영향만을 줄 가능성이 높다는 점이다.

V. Valuation

안정적인 사업 모델로 꾸준한 현금 흐름 창출 가능

현재 경비보안업을 영위하는 회사 중 상장되어 있는 회사는 당사가 유일하기 때문에 국내 업체와의 주가 수익 비율 비교는 불가능하다. 따라서 당사가 경비보안 시스템을 설치해 주고 매 월 일정 금액을 지급 받는 안정적인 사업 모델을 보유하고 있어 꾸준한 현금 흐름을 창출할 수 있을 것으로 보이므로 미래 현금흐름을 현재로 할인하는 방법인 DCF 법을 사용하여 valuation 을 해보는 것이 의미가 있을 것으로 판단된다.

DCF법에 의한 적정주가 산출

1. 사업 부문 분리

동사는 총 매출 중 약 77%를 시스템 경비 부문에서 올리고 있으며 11%정도는 통합 보안 서비스를 통해 매출을 기록하고 있다. 그런데 이 두 사업 부문은 수익 구조가 동일하기 때문에 같은 그룹으로 묶어서 향후 매출액을 추정해 보았다. 또한 매출의 약 12%정도를 차지하는 상품판매와 스마트카드 부문은 일시적인 판매에 그치고 상품 당 지속적인 현금 흐름을 만들어 내는 사업이 아니기 때문에 그룹을 달리하여 매출액을 추정하였다.

2. 매출액 성장률

2008 년의 시스템 경비 및 통합 보안 부문 매출액 성장률은 정체한다고 가정하고 2009 년에는 보수적으로 보아 과거 6 년 평균 매출액 성장률 보다 낮은 5%로 가정하였다. 이후 20101 부터는 수익성 개선 작업이 마무리 되고 보안 산업의 성장



과 첨단 고가 시스템의 수요가 본격적으로 증가하여 높은 ARPU 과 수요의 증가까지 반영하여 7%로 가정하였다. 이는 미국과 일본의 현재 경비보안시장 성장 추세를 보았을 때 적절한 수치라고 판단된다. 또한 상품 및 스마트 카드 부문은 매출이 크게 늘어날 만한 모습이 보이지 않고 상품의 판매와 관련되어 있기 때문에 올해 시장의 GDP 성장률 예측치인 3.5%로 가정하였다.

3. 영업이익률

당사의 영업이익률은 1998 년 이후 꾸준히 증가하고 있다. 이런 추세는 당사의 고가 판매 전략을 통해 지속될 것으로 보인다. 왜냐하면 상품 판매 및 스마트 카드 부문의 영업이익률은 일정할 것으로 보이고 시스템 경비 및 통합 보안 부문의 영업이익률은 ARPU 의 증가로 인하여 향후 상승한 후 그 영업이익률이 유지될 것으로 판단되기 때문이다. 실제로 당사의 2007 년 영업이익률은 18.59%였지만 2008 년 반기 영업이익률은 19.67%를 기록하였다. 따라서 본 리서치 2 팀은 2008 년의 예상 영업이익률을 반기 영업이익률인 19.67%로 가정하였다. 또한 저가 계약의 해지가 점점 마무리 되는 2009 년에는 고가 시스템 상품의 매출 증가 등으로 인하여 더욱 개선된 21%의 영업이익률을 보일 것으로 판단하였다.

4. Beta

Beta 는 최근의 시장상황 반영을 위해 1 년치 일별베타를 사용하였다.

5. 예상 ROIC

추가적인 대규모의 투자가 필요 없는 상황에서 안정적인 수입을 올릴 것으로 보이므로 향후에도 현재의 ROIC 증가 추세가 지속될 것으로 판단하였다. 하지만 첨단 제품과 고가 시스템의 개발을 위해 투자가 어느 정도는 필요한 상황이기 때문에 보수적으로 보아 ROIC 가 현재의 수치를 유지할 것으로 판단하였다.

그림 26. 영업현금흐름 추이

현재가치의 합	617,096,522
PV of TV	1,557,043,816
현금 + 시장성유가증권	313,499,224
비영업용자산	12,313,937
Value of the Firm	2,499,953,498
(-)Value of the Debt	-
Value of the Equity	2,499,953,498
발행주식수	37,999,000
목표주가	₩65,800
현재주가	₩50,800
기대수익률	30.00%

그림 27. Valuation 가정

1년치 일별베타	0.56619
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	4.55%
WACC	8.51%
영구성장률	2%
영업이익률	19.67%, 21%

자료: Research 2 Team

자료: Research 2 Team

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
예상매출액	742,136,980	745,253,955	781,134,052	832,474,454	887,291,819	945,825,446	1,008,331,238	1,075,082,866
예상 매출액 성장률		0.0%	5.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
매출액(시스템경비, 통합보안)	653,080,542	653,080,542	685,734,570	733,735,989	785,097,509	840,054,334	898,858,138	961,778,207
예상 매출액 성장률		3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
매출액(상품판매, 스마트카드)	89,056,438	92,173,413	95,399,482	98,738,464	102,194,310	105,771,111	109,473,100	113,304,659
예상EBIT	137,957,833	146,591,453	164,038,151	174,819,635	186,331,282	198,623,344	211,749,560	225,767,402
NOPLAT	100,019,429	106,278,803	122,536,499	136,359,316	145,338,400	154,926,208	165,164,657	176,098,573
(+)유, 무형자산 상각비	63,104,406	76,476,627	80,158,578	85,427,038	91,052,298	97,058,914	103,473,147	110,323,079
총현금유입	163,123,835	182,755,430	202,695,077	221,786,354	236,390,698	251,985,122	268,637,804	286,421,653
영업용 운전자본	(102,056,355)	(76,985,110)	(80,691,542)	(85,995,032)	(91,657,694)	(97,704,247)	(104,161,127)	(111,056,604)
순유형고정자산	226,255,825	276,861,844	290,191,300	309,264,260	329,628,911	351,374,153	374,595,055	399,393,285
기타 영업용 순자산	16,978,739	14,905,079	15,622,681	16,649,489	17,745,836	18,916,509	20,166,625	21,501,657
IC	141,178,209	214,781,813	225,122,439	239,918,717	255,717,054	272,586,415	290,600,553	309,838,338
예상ROIC(평균)	64.5%	59.7%	55.7%	58.6%	58.6%	58.7%	58.7%	58.7%
예상ROIC(기초)	59.2%	75.3%	57.1%	60.6%	60.6%	60.6%	60.6%	60.6%
IC증가액		73,603,604	10,340,626	14,796,278	15,798,337	16,869,362	18,014,138	19,237,785
(+)유, 무형자산 상각비		76,476,627	80,158,578	85,427,038	91,052,298	97,058,914	103,473,147	110,323,079
총투자액		150,080,231	90,499,204	100,223,316	106,850,635	113,928,276	121,487,285	129,560,865
예상 FCFF		32,675,199	112,195,873	121,563,038	129,540,063	138,056,846	147,150,519	156,860,788
할인기간		0.33	1.33	2.33	3.33	4.33	5.33	6.33
현재가치		31,797,322	100,615,779	100,463,352	98,656,825	96,894,224	95,174,071	93,494,949

VI. Conclusion

국내 보안 업계 1위,
에스원

에스원은 국내 경비보안사업을 영위하는 업체 중 성장성과 수익성 측면에서 1 위 기업이다. 매출액은 2 위 업체보다 2.9 배 가량 많으며 영업이익률 또한 2 배 가량 높은 상황이다. 게다가 국내 경비보안사업은 대표적인 3 개 회사가 시장의 80% 이상을 점유하고 있어 국내 경비보안산업에서 독보적인 위치에 있다고 할 수 있다.

계속적으로 현금
유입되는 매력적인
사업 모델 보유

당사는 지속적인 현금 흐름이 창출되는 투자자에게 매력적인 사업 모델을 가지고 있다. 경쟁사들의 사업 모델도 같은 구조이지만 당사는 이미 규모의 경제를 이루어 내어 추가적인 시설 설비 투자 등이 필요하지 않은 상황에서 매월 가입자로부터 들어오는 현금을 쏟아내며 있는 상황이다. 이런 현금흐름이 규모의 경제 효

과로 인하여 일정 수준 이상의 매출에서 매출원가가 상대적으로 줄어들 수 있는 상황이 되어 당사의 사업 모델을 더욱 매력적으로 만들어 주고 있다.

고가 전략 가시화에 따른 영업이익률 증가

대형 경비보안 업체 3 사는 외형 성장을 위하여 저가 가입자를 지속적으로 유치해왔다. 그 결과 수익성이 낮아지는 부작용을 나았다. 실제로 텔레캅서비스는 영업적자를 면하지 못하고 있는 상황이다. 이에 당사는 산업 선점 효과와 높은 경쟁력을 활용하여 수익성을 높이기 위하여 저가 계약을 해지시키고 고가 서비스 계약을 늘리는 전략을 선택하고 있다. 이런 전략의 효과는 2009년부터 본격적으로 가시화될 전망이며 이에 따라 영업이익률이 더욱 개선될 전망이다.

외형 성장도 가능

게다가 향후 국내 경비보안산업은 계속 커져가고 있으며 향후에도 성장 추세가 유효할 것이다. 여기에 이미 시장을 선점한 당사의 이점을 바탕으로 2008년 주춤했던 매출액 성장 추세가 2009년 이후에는 다시 회복될 것으로 보여 외형 성장도 가능할 것이다.

매력적인 내수주로 매수 추천

최근 주식 시장이 상당히 불안한 모습을 보이며 급락하고 있다. 환율 또한 급등하여 1,300원을 훌쩍 넘긴 상황이다. Valuation 측면에서 수익을 올릴 수 있을 것 같은 종목이 많은 상황이지만 어느 종목을 보더라도 위험이 존재하는 것이 사실이다. 하지만 당사는 경기 변동을 크게 타지 않는 내수주 중에서도 향후 꾸준한 현금 흐름이 담보되는 기업이다. 따라서 본 리서치 2팀에서는 현재 KOSPI시장에서 매력적인 내수주로 주가가 상승할 가능성이 높은 에스원을 안전마진 30%로 매수를 추천한다.



VII. Appendix

대차대조표

(단위: 십억원)	2006	2007
유동자산	264.9	356.4
현금 및 단기금융상품	211.9	313.5
매출채권	28.2	19
재고자산	15.6	14.3
고정자산	327.9	319.4
투자자산	75.6	81.6
유형자산	241.2	226.3
무형자산	11.1	11.5
자산총계	592.8	675.8
유동부채	131.1	144.9
매입채무	19.9	14.9
단기차입금	0	0
유동성장기부채	0	0
고정부채	59.2	52.3
사채	0	0
장기차입금	0	0
부채총계	190.3	197.3
자본금	19	19
자본잉여금	192.9	192.9
이익잉여금	302.9	375.7
자본조정	-112.3	-109
자본총계	402.5	478.5
총차입금	0	0
순차입금	-211.9	-313.5

손익계산서

(단위: 십억원, %)	2006	2007
매출액	682.8	742.1
증가율	8.9	8.7
매출원가	414.1	444
매출총이익	268.7	298.1
증가율	5.5	11
매출총이익률	39.3	40.2
판매비및일반관리비	158.3	160.2
영업이익	110.4	138
증가율	7	25
영업외손익	1.6	5.1
순금융비용	-8	-12
외환관련손익	0	0
지분법평가손익	1.4	2.4
기타영업외손익	-7.8	-9.2
세전순이익	111.9	143.1
법인세비용	29.4	39.1
당기순이익	82.5	104
EPS	2,171	2,737
증가율	13.6	26.1
EBITDA	170.9	201.1
증가율	6.1	17.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2006	2007
영업활동 현금흐름	176.5	187.4
당기순이익	82.5	104
감가상각비	57.9	60.6
무형자산상각비	2.6	2.5
외환환산손실(이익)	0	0
지분법평가손실(이익)	-1.4	-2.4
운전자본의 감소(증가)	5.3	1.1
매출채권의 감소(증가)	7.1	8.3
재고자산의 감소	-4.4	-2.3
매입채무의 증가(감소)	2.6	-4.9
기타	29.6	21.5
투자활동 현금흐름	-97.3	-151.3
단기금융상품의 처분(취득)	-40.5	-94
유가증권의 처분(취득)	0	0
유형자산의 처분	-54.8	-50.9
유형자산의 처분	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1.9	-2.9
투자자산의 감소(증가)	-0.1	0.3
기타	0.1	-3.7
재무활동 현금흐름	-68.1	-28.5
차입금의 증가(감소)	0	0
자본의 증가(감소)	-39.9	2.3
배당금의 지급	-28.1	-30.8
기타	0	0
순현금흐름	11.2	7.6
기초현금	69.2	80.4
기말현금	80.4	88
잉여 현금흐름	79.3	36

투자지표

(단위: 원, %)	2006	2007
주당 지표(원)		
EPS	2,171	2,737
BPS	10,300	12,290
주당 EBITDA	4,498	5,291
주당 현금배당금	900	1,050
PER	20	20.6
PBR	4.1	4.5
EV/EBITDA	8.4	9.1
배당수익률	2.1	1.9
수익성		
매출총이익률	39.3	40.2
영업이익률	16.2	18.6
EBITDA이익률	25	27.1
순이익률	12.1	14
ROE	20.9	23.6
ROIC	30.2	40.7
안정성		
부채비율	47.3	41.2
순차입금비율	순현금	순현금
유동비율	202.1	245.9
이자보상배율(배)	-13.8	-11.5
활동성(회)		
총자산회전율	1.2	1.2
매출채권회전율	20.9	31.4
재고자산회전율	44.2	49.6
매입채무회전율	36.7	42.6
순운전자본회전율	N/A	N/A