

에스넷 (038680)

에스넷, 여기서 더 간다

투자자의견 'BUY', 목표주가 11,200원으로 커버리지 개시

에스넷에 대해 투자자의견 'BUY'와 목표주가 11,200원을 제시한다. 목표주가 11,200원은 2019년 예상 EPS에 Target PER 14배 적용하여 산출했다. Target PER은 2019년 Peer 그룹 중 SI그룹 PER 18.7배에서 25% 할인한 수치로 대기업 그룹 계열의 SI 업체 대비 규모가 작은 점, 주요 NI 그룹과의 비교가 마땅치 않은 점을 감안했다. 에스넷은 유무선 통합 네트워크 시스템의 구축, 자문, 유지보수 사업 영위 업체로 1999년 삼성네트워크 사업부문에서 분리되어 설립되었다. 1세대 아날로그 정보기술에서 네트워크 상용화 통한 2세대 구축, 3세대, 4세대, 현재 5세대에 이르기까지 주요 NI 사업자 중 하나로 사업 영위 중이다.

5G 숨은 수혜주, 국내 NI 부문 1위 업체

인터넷 사용자 증가, IT 디바이스 확대, 데이터 중심에서 음성, 동영상으로의 트래픽 증가 등으로 네트워크 고속화 위한 업그레이드는 이제 선택이 아닌 필수다. 이러한 산업 흐름에 맞춰 에스넷이 매력적인 투자처로 꼽히는 근거는 다음과 같다. 1) 5G 관련주 인기있는 가운데 무선장비→유선장비→IT 서비스 기업으로의 추가상승 흐름 예상 2) 국내 peer 그룹 대비 경쟁력 3) 삼성네트워크 사업부문에서 분사되어 Captive market 보유 및 해외 진출에 대한 경쟁력 보유

2019년, EPS 250% 이상 성장 전망

2019년은 3~5년에 해당하는 국내 네트워크 장비 교체수요 지속 발생, 해외향 매출 본격화, 신규 사업 진출로 매출액 3,402억 (YoY, +25.6%), 영업이익 158억(YoY, +75.6%)을 전망한다. 특히 2018년 법인세 부분에서 일회성 비용 발생으로 인한 기저효과로 19년 당기순이익 및 EPS 단에서의 성장 두드러질 전망이다. 현 주가는 19년 fwd PER 9.8배 수준으로 Peer그룹 평균 per 18.7배 대비 아직도 부담스럽지 않은 수준이다. 주요 고객사 외에 대기업, 금융 부문 고객사 다변화와 신성장 동력 확보로 2020년에도 20% 이상의 외형성장 이어갈 예정이다.

Initiate

BUY(신규)

| TP(12M): 11,200원 | CP(6월 4일): 7,850원

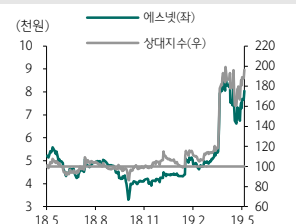
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	702.53
52주 최고/최저(원)	8,560/3,100
시가총액(십억원)	126.2
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	16,075.2
60일 평균 거래량(천주)	1,094.5
60일 평균 거래대금(십억원)	8.2
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	1.27
외국인지분율(%)	2.84
주요주주 지분율(%)	
박효대 외 4인	26.03
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.1) 95.5 50.4
상대	5.1 97.2 87.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	351.0	440.1
영업이익(십억원)	16.4	22.4
순이익(십억원)	13.0	17.0
EPS(원)	871	1,058
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	213.4	270.8	340.2	414.8	540.0
영업이익	십억원	4.6	9.0	15.8	20.3	25.0
세전이익	십억원	2.8	7.0	16.3	21.0	25.9
순이익	십억원	1.4	4.5	12.8	16.1	21.4
EPS	원	88	279	799	1,003	1,331
증감률	%	흑전	217.0	186.4	25.5	32.7
PER	배	60.89	14.52	9.83	7.83	5.90
PBR	배	1.24	0.90	1.51	1.28	1.07
EV/EBITDA	배	7.12	2.79	4.30	2.81	1.68
ROE	%	2.15	6.63	17.16	18.36	20.36
BPS	원	4,314	4,495	5,200	6,111	7,350
DPS	원	50	100	100	100	100



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

5G 장비주 다음 수혜주, 여기서 더 간다

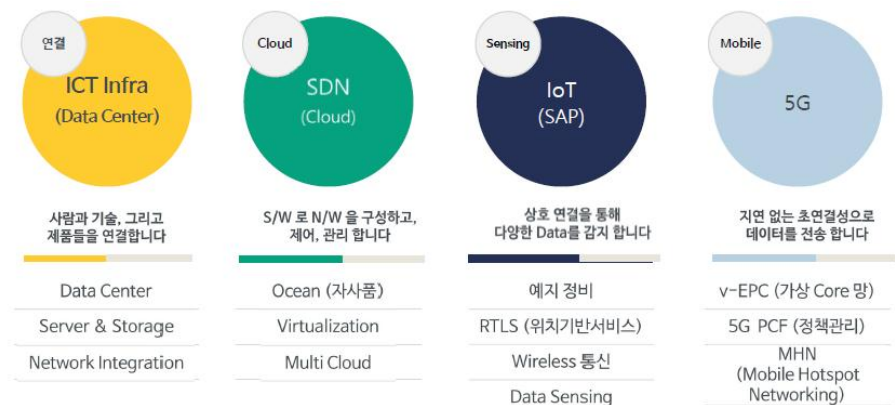
1. 네트워크 장비산업 개요

인터넷 사용증가, 디바이스 증가, 트래픽 증가로 네트워크 업그레이드는 필수화

네트워크란 2개 이상의 컴퓨터 장치가 데이터 통신을 위해 연결되어 있는 것으로 데이터 등을 전송하는 통신을 의미한다. 네트워크 시장의 개념 확대, 기술 고도화, 기존 데이터 중심에서 음성, 동영상 포함한 멀티미디어 네트워크로 변화함에 따라 고품질, 고성능의 통신서비스가 요구된다. 국내 인터넷 사용자의 증가, IT 기술발전에 따른 디바이스 증가, 트래픽 증가 등으로 네트워크 업그레이드는 이제 선택이 아닌 필수가 되었다. 관련하여 장비의 고도화(고속 라우팅, 고속 스위칭, CDN, 무선 LAN 수요 증가 등)에 따른 SI업체의 성장, 망 통합 솔루션 및 광전송 장비 수요 확대, 보안시장 성장 등이 기대된다.

네트워크 산업은 장비 공급 이후 5~10년간 운영되며, 안정적인 운영 및 유지보수 서비스가 지속적으로 수반된다. 국가 기간 산업으로 장비간 상호 연동과 높은 호환성이 필수 요건이다. 국제 표준 방식을 채택하며, 스펙, 가격경쟁력, 브랜드인지도, 기술력 및 서비스 여부가 주요 진입장벽으로 작용해 신규 진입이 쉽지 않다. 최근 데이터 트래픽 증가에 따른 5G 망 투자, 10기가 인터넷 등 유무선 통신 부문에서 모두 투자 확대 중이다. 네트워크 장비의 지속적인 유지 보수 수요 발생, 기존 5~10년의 교체주기가 3~5년으로 짧아지는 점, 높은 진입 장벽 등으로 기존 NI 업체들의 컨설팅, 통신망 설계, A/S 등 수요 확대 전망된다.

그림 1. 에스넷 주요 사업 영역



자료: 에스넷, 하나금융투자

5G 관련주 상승세 흐름 지속과 무선, 유선 장비 중심에서 향후 IT 서비스 기업으로의 추가 상승 기대

2. 에스넷, 2019년 → 2020년 우상향 뚜렷해질 것

1) 무선장비 → 유선장비 → IT서비스 기업으로의 추가 상승 흐름 예상

2019년 3월 5G 최초 상용화, 정부의 5G 플러스 정책 등 정부를 중심으로 한 투자 지속으로 여전히 시장 내 5G 관련주의 관심이 뜨겁다. 5G 대표 수혜주로 거론되는 무선 장비주는 많게는 400% 이상의 추가 상승률을 보이고 있다. 통신서비스 업종의 1Q 실적 부진 우려와는 달리 기관, 정부 중심의 활발한 5G 망 투자와 5G 폰 단말기의 인기에 힘입어 5G 장비주의 인기 향후에도 지속될 것으로 예상된다.

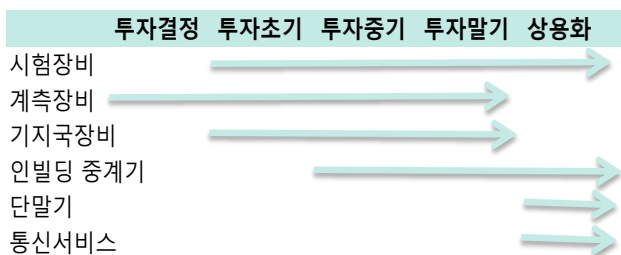
5G 설비투자 규모 및 기간은 LTE 대비 1.5~2배 이상 예상되는 만큼 5G 관련주의 수혜는 그만큼 더욱 지속될 전망이다. 초기 안테나, 증폭기 등 기지국단의 장비주 중심으로 상승했다면 현재는 중계기 그리고 유선장비단으로 관심 확장 중이다. 이더넷, 스위치 등 유선장비주의 상승과 이를 지원하는 소프트웨어, IT 서비스 업체들의 추가 흐름에 주목해야 할 시점이다.

2) 국내 peer 그룹 대비 경쟁력

에스넷은 주요 SI 그룹처럼 캡티브마켓을 보유하고 있으며, NI 기업내 M/S 확대 중

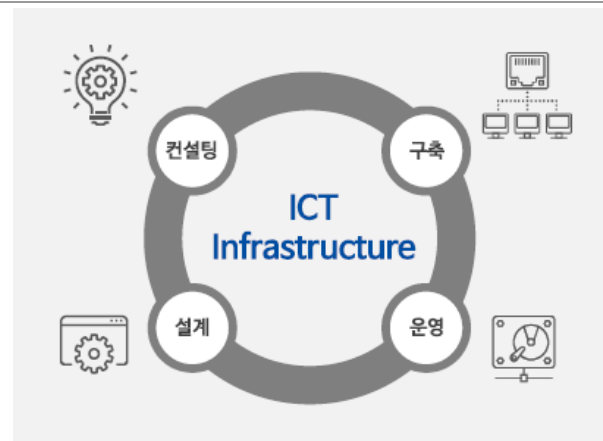
SI (System Integration) 사업은 시스템의 설계, 하드웨어 선정/발주/조달, 사용자 맞춤 응용 소프트웨어의 개발, 시스템의 유지/보수 등을 서비스를 포함한다. 관련 사업자로는 컴퓨터 제조사, 정보처리 서비스회사, 소프트웨어 개발회사, 부가가치 통신망사업자, 컨설턴트 회사 등이 해당된다. 국내 주요 SI 기업으로는 삼성SDS, 현대오트메버, 롯데정보통신, 신세계 I&C, 효성ITX 등이 있으며 주로 대기업에서 분사되어 캡티브물량 확보 중이다. 한편, 에스넷은 SI 부문 중 특히 네트워크 설계 및 구축에 특화된 NI(Network Integration) 서비스 업체로 동일 NI 사업 영위하는 주요 상장 기업으로는 링네트, 콤텍시스템, 쌍용정보통신, 정원엔시스, 인성정보, 오픈베이스 등이 있다. NI 기업 중 3년 연속 국내 매출 상승 (별도기준) 기업은 에스넷이 유일하며, 매출 기준 국내 M/S 도 21%로 NI 업체 내에서는 1위 사업자 지위 확보 중이다. 특히 높은 인건비와 영업마진율이 낮은 사업 특성상 공공 부문보다 사기업향 매출비중이 높은 것이 에스넷의 장점이다.

그림 2. 5G 투자에 따른 통신장비 수혜 시기



자료: 하나금융투자

그림 3. 에스넷, SI 사업 및 NI 사업 수행



자료: 하나금융투자

3) Captive market 보유 및 해외 진출 경쟁력

주요 SI 기업은 대기업형 캡티브 물량으로부터 안정적인 매출 시현 중이며, 최근 PER 20배 정도에 거래

국내 주요 IT 서비스 기업은 대기업 전산실에서 분사되어 성장된 경우가 많고 매출의 70% 이상이 그룹 계열사로부터 발생한다. 대표적인 상장 기업으로는 삼성에스디에스, 현대오트이버, 롯데정보통신, 신세계 I&C, 효성ITX 등이 있으며 이 외에 LG CNS, SK C&C 등이 있다. 캡티브마켓을 중심으로 안정적인 매출 및 수익 확보하는 만큼 해당 기업들은 현재 과거 IT서비스 업체들의 평균 PER (2012~2013년 10배 초중반에 거래)보다 높은 10배 후반~20배 후반에서 거래 중이다.

에스넷은 주요 SI기업과 마찬가지로 캡티브 물량 확보 중이며 고객사 다변화와 해외 진출 통해 외형 성장 중

에스넷은 1999년 삼성네트워크 사업부에서 설립되어 매출의 50% 가량이 삼성그룹사 향으로부터 발생 중(별도 기준)이다. 또한 고객사의 해외진출에 따라 동사도 인도네시아, 중국, 베트남, 미국 지역에서 매출 발생 중이며, 특히 중국 및 인도네시아 내 괄목할 성장이 기대된다. Captive 향 서비스 경험을 토대로 공공기관, 금융, 일반 대기업, 병원 향으로도 매출 확대 중이며 해외 진출과 고객사 다변화 통해 2020년에도 20% 이상의 외형 확장 이어갈 것으로 예상된다.

표 1. 에스넷 실적 추이 및 전망

구분 (억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	423	592	571	1,123	492	714	782	1,413	2,134	2,708	3,402
YoY	41.6	26.4	2.1	38.9	16.4	20.7	37.0	25.9	1.9	26.9	25.6
영업이익	-18	6	2	100	-9	14	36	117	46	90	158
OPM	-4.2	1.0	0.3	8.9	-1.8	2.0	4.6	8.3	2.1	3.3	4.6
순이익	-29	7	2	58	4	11	29	84	18	37	128
NPM	-7.0	1.1	0.4	5.2	0.9	1.5	3.7	5.9	0.8	1.4	3.8

자료: 하나금융투자

표 2. 주요 SI 기업 및 NI 기업 PER 추이

	2016	2017	2018	2019E	2019 평균 PER
삼성에스디에스	23.3	29.3	25.1	23.0	
현대오트이버	N/A	N/A	N/A	21.7	
롯데정보통신	N/A	N/A	16.06	18.5	18.7
신세계 I&C	49.4	14.3	6.6	14.3	
효성ITX	19.9	16.4	17.2	15.8	
콤텍시스템	11.5	44.6	9.7	N/A	
링네트	18.6	11.9	14.6	N/A	
쌍용정보통신	-45.2	-10.4	3.1	N/A	
정원엔시스	37.0	-24.3	13.0	N/A	N/A
오픈베이스	21.6	85.9	-49.7	N/A	
오파스넷	5.5	3.8	18.6	N/A	
에스넷	-41.4	60.9	14.5	N/A	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

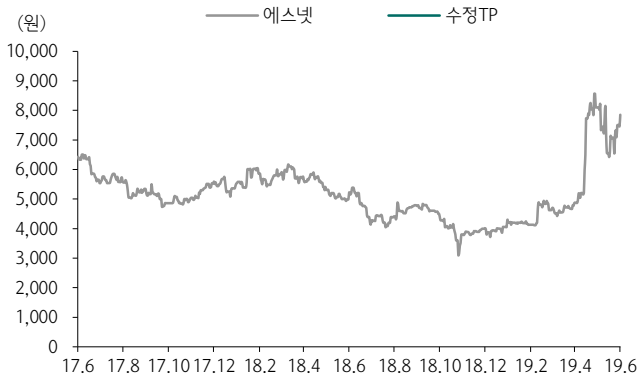
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	213.4	270.8	340.2	414.8	540.0
매출원가	187.1	234.1	290.0	353.5	460.0
매출총이익	26.3	36.7	50.2	61.3	80.0
판매비	21.8	27.7	34.4	41.0	55.0
영업이익	4.6	9.0	15.8	20.3	25.0
금융손익	0.1	(1.6)	0.5	0.7	0.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.9)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	2.8	7.0	16.3	21.0	25.9
법인세	1.0	3.3	3.5	4.9	4.5
계속사업이익	1.8	3.7	12.8	16.1	21.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.8	3.7	12.8	16.1	21.4
비지배주주지분	0.4	(0.8)	0.0	0.0	0.0
순이익					
지배주주순이익	1.4	4.5	12.8	16.1	21.4
지배주주지분포괄이익	0.8	4.0	16.0	20.1	26.6
NOPAT	2.9	4.8	12.4	15.6	20.7
EBITDA	5.4	9.8	16.4	20.7	25.3
성장성(%)					
매출액증가율	1.9	26.9	25.6	21.9	30.2
NOPAT증가율	(92.0)	65.5	158.3	25.8	32.7
EBITDA증가율	흑전	81.5	67.3	26.2	22.2
영업이익증가율	흑전	95.7	75.6	28.5	23.2
(지배주주)순이익증가율	흑전	221.4	184.4	25.8	32.9
EPS증가율	흑전	217.0	186.4	25.5	32.7
수익성(%)					
매출총이익률	12.3	13.6	14.8	14.8	14.8
EBITDA이익률	2.5	3.6	4.8	5.0	4.7
영업이익률	2.2	3.3	4.6	4.9	4.6
계속사업이익률	0.8	1.4	3.8	3.9	4.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	88	279	799	1,003	1,331
BPS	4,314	4,495	5,200	6,111	7,350
CFPS	450	997	2,171	1,290	1,575
EBITDAPS	336	611	1,021	1,290	1,575
SPS	13,276	16,846	21,163	25,804	33,592
DPS	50	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	60.9	14.5	9.8	7.8	5.9
PBR	1.2	0.9	1.5	1.3	1.1
PCFR	11.9	4.1	3.6	6.1	5.0
EV/EBITDA	7.1	2.8	4.3	2.8	1.7
PSR	0.4	0.2	0.4	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	2.1	6.6	17.2	18.4	20.4
ROA	1.0	3.0	7.8	8.2	9.0
ROIC	39.7	26.9	44.9	51.3	59.9
부채비율	106.8	100.5	107.8	111.1	119.4
순부채비율	(74.2)	(58.1)	(71.1)	(73.0)	(73.8)
이자보상배율(배)	53.7	79.5	111.6	144.5	178.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	125.4	123.4	160.8	194.2	245.3
금융자산	54.7	46.2	63.9	76.1	91.7
현금성자산	20.5	44.8	62.1	73.9	88.8
매출채권 등	43.0	50.1	62.9	76.7	99.9
재고자산	14.3	11.1	13.9	16.9	22.0
기타유동자산	13.4	16.0	20.1	24.5	31.7
비유동자산	22.7	26.6	18.2	18.3	19.1
투자자산	11.9	10.7	2.8	3.5	4.5
금융자산	7.7	2.3	2.8	3.5	4.5
유형자산	2.6	2.4	1.9	1.4	1.1
무형자산	3.3	7.5	7.5	7.5	7.5
기타비유동자산	4.9	6.0	6.0	5.9	6.0
자산총계	148.1	150.0	179.0	212.6	264.4
유동부채	73.4	71.3	88.0	106.0	136.2
금융부채	1.5	2.7	2.6	2.6	2.6
매입채무 등	49.0	52.1	65.5	79.9	104.0
기타유동부채	22.9	16.5	19.9	23.5	29.6
비유동부채	3.1	3.8	4.8	5.9	7.6
금융부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	3.0	3.8	4.8	5.9	7.6
부채총계	76.5	75.2	92.9	111.9	143.9
지배주주지분	66.2	69.1	80.5	95.2	115.0
자본금	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
자본잉여금	45.7	45.7	45.7	45.7	45.7
자본조정	(7.7)	(7.5)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
기타포괄이익누계액	(0.3)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금	20.4	23.8	35.1	49.8	69.7
비지배주주지분	5.4	5.7	5.6	5.5	5.5
자본총계	71.6	74.8	86.1	100.7	120.5
순금융부채	(53.1)	(43.5)	(61.2)	(73.5)	(89.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	3.8	1.1	11.6	14.6	18.3
당기순이익	1.8	3.7	12.8	16.1	21.4
조정	5.7	12.3	0.8	0.6	0.5
감가상각비	0.8	0.8	0.6	0.4	0.3
외환거래손익	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	4.2	11.3	0.2	0.2	0.2
영업활동 자산부채 변동	(3.7)	(14.9)	(2.0)	(2.1)	(3.6)
투자활동 현금흐름	3.1	23.5	7.4	(1.1)	(1.8)
투자자산감소(증가)	(5.3)	1.3	7.8	(0.7)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(1.0)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타	9.4	22.6	(0.4)	(0.4)	(0.7)
재무활동 현금흐름	0.3	(0.8)	(1.7)	(1.6)	(1.6)
금융부채증가(감소)	0.6	1.1	(0.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(1.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(0.1)	(0.8)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
현금의 증감	6.8	24.2	17.3	11.9	14.9
Unlevered CFO	7.2	16.0	34.9	20.7	25.3
Free Cash Flow	2.8	0.7	11.6	14.6	18.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스넷



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.5	BUY	11,200 원		

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.0%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 6월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김아영)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 06월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김아영)는 2019년 06월 05일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.