



에스넷 (038680)

어닝 서프라이즈로 확인된 체력개선

▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (유지)

목표주가(상향): 15,000원

현재 주가(7/23)	8,770원
상승여력	▲71.0%
시가총액	1,410억 원
발행주식수	16,075천주
52 주 최고가 / 최저가	9,840 / 3,100원
90 일 일평균 거래대금	140.99억원
외국인 지분율	3.1%
주주 구성	
박호대 (외 5인)	26.0%
자사주 (외 1인)	6.8%
한국증권금융 (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.2	11.7	108.3	116.8
상대수익률(KOSDAQ)	3.3	23.9	112.2	128.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	213	271	351	440
영업이익	5	9	19	22
EBITDA	5	10	20	24
지배주주순이익	1	4	16	17
EPS	88	279	1,020	1,065
순차입금	-53	-46	-54	-67
PER	60.9	14.5	8.6	8.2
PBR	1.3	0.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.1	2.0	4.3	3.1
배당수익률	0.9	2.5	1.1	1.1
ROE	2.1	6.6	21.5	18.8

주가 추이



에스넷이 2분기 어닝 서프라이즈를 기록하였습니다. 예상했던 것보다 수익성이 개선되었고, 이러한 추세는 하반기에도 이어지며 전사 실적 성장에 대한 시장의 Conviction 이 강해질 것으로 예상됩니다. 투자의견 Buy 를 유지하고 목표주가는 15,000 원으로 상향합니다.

2분기 어닝 서프라이즈: 영업이익 당사 추정치 138% 상회

에스넷은 2분기에 매출액 637억 원(+29.5% q-q, +7.5% y-y), 영업이익 38억 원(흑자전환 q-q, +520.7% y-y)을 기록하며 영업이익의 기준 당사 추정치를 138.2% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 서프라이즈의 주 배경은 1) 수익성이 좋은 유지보수 매출 비중이 꾸준한 프로젝트 수주로 인해 증가하였고, 2) 장비 및 인력 아웃소싱 채널 조정을 통한 원가구조 개선이 이루어졌기 때문으로 추정한다. 당사는 상반기 영업흑자(1H19 영업흑자 29억 원 vs 1H18 영업적자 12억 원)가 2014년 이후 처음이라는 점에서 2019년이 수익성의 구조적 개선세가 드러나기 시작되는 해라고 생각한다.

하반기 그림은 더 좋다

에스넷은 하반기에도 견조한 실적을 기록하며 3, 4분기 연속으로 q-q 및 y-y 성장이 예상된다. 당사는 에스넷의 3, 4분기 매출액을 각각 858억 원, 1,525억 원으로 추정한다. 하반기가 기대되는 배경으로 1) 삼성디스플레이 QD-OLED 전환투자 관련 프로젝트 수주 가능성, 2) 4분기 5G vEPC 매출 개시, 3) 계절적인 성수기가 임박했다는 점을 제시한다.

2Q 어닝 서프라이즈 + 연간 실적 상향조정: Strong Buy

당사는 에스넷의 기존 실적추정치에 2분기 어닝 서프라이즈를 적용하여 연간 실적을 매출액 3,512억 원, 영업이익 187억 원으로 상향 조정한다. 에스넷의 주가는 7월 중순까지 1) 2분기 실적에 대한 우려와 2) 매크로 불확실성으로 인한 불안감이 고조되며 하락하였다. 하지만, 1) 2분기 어닝 서프라이즈로 실적에 대한 신뢰도는 높아졌고, 2) 5G(vEPC, MHN, MEC, PCF 등), 삼성디스플레이 QD-OLED 전환투자 관련 프로젝트 등과 같은 신규 매출 및 프로젝트 수주가 가까워지는 상황에서 현재 주가 수준(2019 실적기준 PER 8.6배)은 국내 SI업종 대비 할 인율이 과도하다고 생각한다. 따라서 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 15,000원으로 상향한다.

[표1] 에스넷 목표주가 산출

	(단위: 십억원)	주식
1) 에스넷 2019E 순이익	16.4	2분기 실적 및 연간 실적 조정
2) Target PER multiple	14.7	Peer 평균 PER multiple 20% 할인
3) Target 시가총액	241.7	1) × 2)
4) 주식수	16,075,215	
5) 적정주가(원)	15,018	3) ÷ 4)
6) Upside	71%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에스넷 밸류에이션 vs 국내 주요 SI 업체 밸류에이션 비교

업체명	매출액(십억원)	영업이익(십억원)	순이익(십억원)	시가총액(십억원)	2019E PER	밸류에이션 VS 에스넷
삼성SDS	10,954.4	966.5	695.7	16,520.2	23.7	+176.3%
현대오토에버	1,511.0	77.0	58.0	1,136.1	19.5	+127.3%
롯데정보통신	903.6	44.9	33.6	642.8	19.0	+121.5%
신세계&C	429.0	19.0	15.0	219.3	14.6	+70.2%
효성ITX	403.3	12.2	8.1	113.2	15.0	+74.9%
에스넷	351.2	18.7	16.4	141.0	8.6	-

자료: Fnguide 컨센서스(신세계&C, 효성ITX, 롯데정보통신, 현대오토에버), 한화투자증권 리서치센터

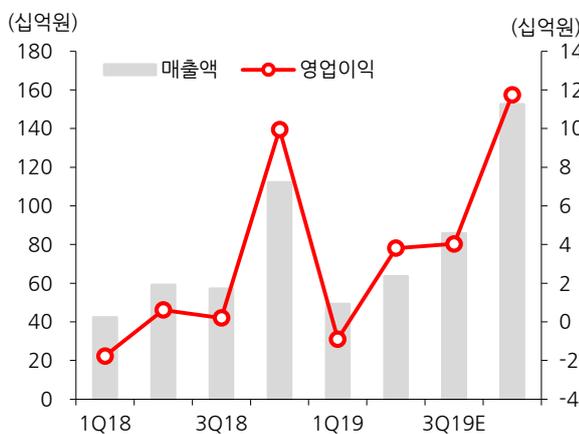
[표3] 에스넷 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19F
매출액	270.8	351.2	440.4	42.3	59.2	57.1	112.3	49.2	63.7	85.8	152.5
-y-y	26.9%	29.7%	25.4%	41.6%	26.4%	2.1%	38.9%	16.4%	7.5%	50.3%	35.9%
-q-q	-	-	-	-47.7%	40.1%	-3.5%	96.5%	-56.2%	29.5%	34.9%	77.7%
영업이익	9.0	18.7	22.5	-1.8	0.6	0.2	10.0	-0.9	3.8	4.0	11.7
-y-y	96.8%	107.8%	20.1%	적자지속	흑자전환	-94.4%	153.2%	적자지속	520.7%	1,930.3%	18.0%
-q-q	-	-	-	적자전환	흑자전환	-67.6%	4,908.5%	적자전환	흑자전환	5.8%	191.1%
영업이익률	3.3%	5.3%	5.1%	-4.2%	1.0%	0.3%	8.9%	-1.8%	6.0%	4.7%	7.7%

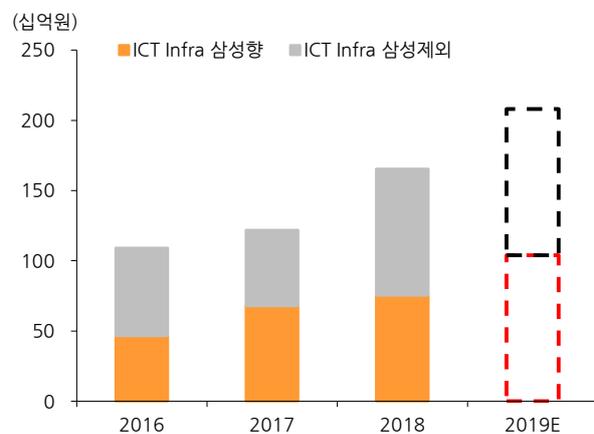
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스넷 실적 y-y 성장세 지속될 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] ICT Infra 사업 매출액 증가세



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	209	213	271	351	440
매출총이익	22	26	37	53	66
영업이익	-2	5	9	19	22
EBITDA	-1	5	10	20	24
순이자손익	0	1	1	1	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	3	7	21	22
당기순이익	-2	2	4	17	17
지배주주순이익	-2	1	4	16	17
증가율(%)					
매출액	6.3	1.9	26.9	29.7	25.4
영업이익	적지	흑전	96.8	107.8	20.1
EBITDA	적전	흑전	82.1	104.4	17.3
순이익	적전	흑전	109.8	343.2	4.5
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	12.3	13.5	15.1	14.9
영업이익률	-0.9	2.1	3.3	5.3	5.1
EBITDA 이익률	-0.5	2.5	3.6	5.7	5.4
세전이익률	0.1	1.3	2.6	5.9	5.0
순이익률	-1.0	0.8	1.4	4.7	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	9	3	1	8	17
당기순이익	-2	2	4	17	17
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	8	-5	-15	-9	-1
매출채권 감소(증가)	8	3	-12	25	-3
재고자산 감소(증가)	5	-7	3	-22	-1
매입채무 증가(감소)	-4	-6	3	-15	2
투자현금흐름	-7	4	23	0	-3
유형자산처분(취득)	14	-1	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-21	13	30	2	0
재무현금흐름	-5	0	-1	0	-2
차입금의 증가(감소)	-4	1	-1	1	0
자본의 증가(감소)	0	0	1	-2	-2
배당금의 지급	0	0	1	2	2
총현금흐름	3	7	16	17	18
(-)운전자본증가(감소)	-12	3	7	5	1
(-)설비투자	1	1	0	1	1
(+)자산매각	15	-1	0	-1	-1
Free Cash Flow	29	2	8	11	15
(-)기타투자	5	8	13	4	1
잉여현금	24	-6	-5	7	14
NOPLAT	36	3	5	15	18
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	-12	3	7	5	1
(-)Capex	1	1	0	1	1
OpFCF	48	0	-2	11	17

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	121	125	123	142	159
현금성자산	61	55	48	55	68
매출채권	46	43	50	53	55
재고자산	8	14	11	33	34
비유동자산	17	23	27	29	30
투자자산	12	17	17	17	18
유형자산	3	3	2	3	3
무형자산	2	3	8	8	10
자산총계	138	148	150	171	189
유동부채	65	73	71	76	79
매입채무	55	48	51	51	53
유동성이자부채	1	2	3	1	1
비유동부채	3	3	4	5	6
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	68	76	75	82	85
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	46	46	46	46	46
이익잉여금	19	20	24	39	54
자본조정	-8	-8	-8	-9	-9
자기주식	-3	-3	-3	-4	-4
자본총계	71	72	75	89	104

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-146	88	279	1,020	1,065
BPS	4,080	4,121	4,302	5,178	6,143
DPS	0	50	100	100	100
CFPS	180	450	997	1,084	1,147
ROA(%)	-1.7	1.0	3.0	10.2	9.5
ROE(%)	-3.5	2.1	6.6	21.5	18.8
ROIC(%)	221.4	40.9	30.7	61.4	62.2
Multiples(x, %)					
PER	-	60.9	14.5	8.6	8.2
PBR	1.5	1.3	0.9	1.7	1.4
PSR	0.5	0.4	0.2	0.4	0.3
PCR	33.5	11.9	4.1	8.1	7.6
EV/EBITDA	-34.6	6.1	2.0	4.3	3.1
배당수익률	0.0	0.9	2.5	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	95.7	106.8	100.5	92.3	81.2
Net debt/Equity	-85.5	-74.2	-61.1	-61.1	-64.2
Net debt/EBITDA	5,723.0	-984.3	-465.5	-269.7	-283.8
유동비율	186.9	170.8	173.0	185.8	201.0
이자보상배율(배)	n/a	53.7	79.5	37.0	15.4
자산구조(%)					
투하자본	5.5	12.2	24.8	27.3	25.7
현금+투자자산	94.5	87.8	75.2	72.7	74.3
자본구조(%)					
차입금	1.4	2.2	3.5	1.4	1.2
자기자본	98.6	97.8	96.5	98.6	98.8

[Compliance Notice]

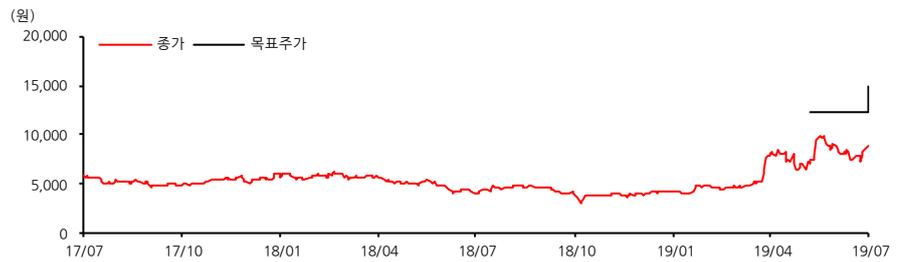
(공표일: 2019년 7월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최준영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에스넷 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.07.24		
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy		
목표 가격	최준영	12,300	15,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.31	Buy	12,300	-31.44	-20.00
2019.07.24	Buy	15,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	88.5%	11.5%	0.0%	100.0%