



에스넷 (038680)

3분기는 아쉬지만 2020년은 기대된다

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 12,300원

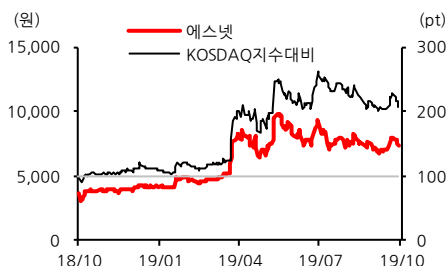
현재 주가(10/25)	7,310원
상승여력	▲68.3%
시가총액	1,175억원
발행주식수	16,075천주
52 주 최고가 / 최저가	9,840 / 3,100원
90 일 일평균 거래대금	43.3억원
외국인 지분율	3.9%
주주 구성	
박호대 (외 5 인)	26.0%
자사주 (외 1 인)	6.8%
자사주신탁 (외 1 인)	1.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.5	-21.7	-11.4	92.4
상대수익률(KOSDAQ)	-2.6	-21.6	1.7	97.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	213	271	328	411
영업이익	5	9	14	21
EBITDA	5	10	16	22
지배주주순이익	1	4	12	16
EPS	88	279	776	984
순차입금	-53	-46	-30	-42
PER	60.9	14.5	9.4	7.4
PBR	1.3	0.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.1	2.0	5.5	3.5
배당수익률	0.9	2.5	1.4	1.4
ROE	2.1	6.6	16.9	18.5

주가 추이



에스넷이 아쉬운 3분기 실적을 기록하였습니다. 실적부진의 원인은 주요 프로젝트의 매출이연과 관련 비용의 선반영이었습니다. 당사는 이러한 리스크가 상존한다고 가정하여 목표주가를 하향조정하였으나, 2020년에는 신규 SOC/5G 매출이 성장을 견인할 것으로 전망하기에 투자 의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 12,300 원으로 하향합니다.

아쉬운 3분기 실적

에스넷은 3분기에 매출액 734억 원(+15.3% q-q, +28.5% y-y), 영업이익 14억 원(-59.4% q-q, +613.0% y-y)을 기록하며 당사 추정치를 하회하는 실적을 기록하였다. 실적부진의 주 배경은 1) 주요 금융권 프로젝트 매출의 이연과, 2) 이와 관련 프로젝트 경비의 선반영 등으로 추정한다. 3분기에 순연된 매출액은 4분기에 반영될 것으로 예상된다.

4분기는 계절적 성수기

에스넷은 4분기에는 계절적 성수기에 진입하며 호실적을 기록할 것으로 예상된다. 다만, 3분기에 발생했던 프로젝트 매출 이연 관련 리스크를 반영하여 분기 매출액 추정치를 약 110억 원 하향조정한다. 이를 반영한 당사의 에스넷 4분기 실적추정치는 매출액 1,416억 원(+92.9% q-q, +26.1% y-y), 영업이익 105억 원(+639.6% q-q, +5.3% y-y)이다. 4분기 매출액에 주로 기여하는 프로젝트는 1) 공군 네트워크 프로젝트, 2) 삼성전자향 프로젝트 등으로 파악된다.

2020년 SOC, 5G 관련 신규매출로 고성장세 이어갈 전망

에스넷의 1) 연간실적 추정치 조정과 2) 매출이연 리스크를 반영(Peer 평균 Multiple 대비 할인율 30%로 수정)하여 목표주가를 12,300원으로 하향조정한다. 하지만, 현시점부터는 2020년 성장동력으로 작용할 신규 SOC, 5G 관련 매출에 초점을 맞춰야한다고 생각한다. 당사가 예상하는 2020년 SOC 및 5G 관련 신규 매출액은 약 670억 원 수준이며, 그 외에 기존 고객사의 설비투자 관련 수주로 2020년에는 매출액 4,111억 원(+25.4% y-y), 영업이익 210억 원(+44.7% y-y)을 달성할 것으로 추정한다. 현 주가는 2020F PER 기준 7.4배로 주가하락 시 높아질 밸류에이션 매력과 2020년 신규매출로 인한 성장을 감안하여 매수 의견을 유지한다.

[표1] 에스넷 목표주가 산출

	(단위: 십억원)	주식
1) 에스넷 2020E 순이익	15.8	2020년 연간 실적 조정
2) Target PER multiple	12.6	Peer 평균 PER multiple 30% 할인
3) Target 시가총액	198.9	1) × 2)
4) 주식수	16,075,215	
5) 적정주가(원)	12,372	3) ÷ 4)
6) Upside	68.3%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에스넷 밸류에이션 vs 국내 주요 SI업체 밸류에이션 비교

업체명	매출액(십억원)	영업이익(십억원)	순이익(십억원)	시가총액(십억원)	2020F PER	밸류에이션 VS 에스넷
삼성SDS	11,949.7	1,081.2	795.4	15,591.6	19.9	+168.0%
현대오토에버	1,777.8	94.5	71.7	1,110.9	15.7	+111.6%
롯데정보통신	1,047.0	61.9	48.2	675.1	14.0	+88.6%
신세계&C	507.4	21.9	16.3	184.9	11.3	+52.6%
에스넷	411.1	21.0	15.8	117.5	7.4	-

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

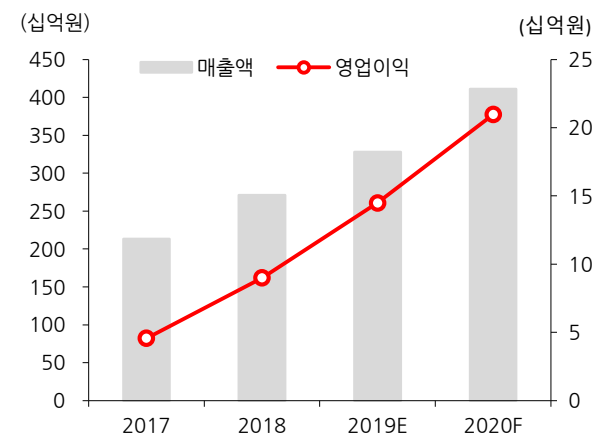
[표3] 에스넷 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E
매출액	270.8	327.8	411.1	42.3	59.2	57.1	112.3	49.2	63.7	73.4	141.6
-y-y	26.9%	21.1%	25.4%	41.6%	26.4%	2.1%	38.9%	16.4%	7.6%	28.5%	26.1%
-q-q	-	-	-	-47.7%	40.1%	-3.5%	96.5%	-56.2%	29.5%	15.3%	92.9%
영업이익	9.0	14.5	21.0	-1.8	0.6	0.2	10.0	-0.9	3.5	1.4	10.5
-y-y	96.8%	61.1%	44.7%	적자지속	흑자전환	-94.4%	153.2%	적자지속	468.4%	613.0%	5.3%
-q-q	-	-	-	적자전환	흑자전환	-67.6%	4908.5%	적자전환	흑자전환	-59.4%	639.6%
영업이익률	3.3%	4.4%	5.1%	-4.2%	1.0%	0.3%	8.9%	-1.8%	5.5%	1.9%	7.4%

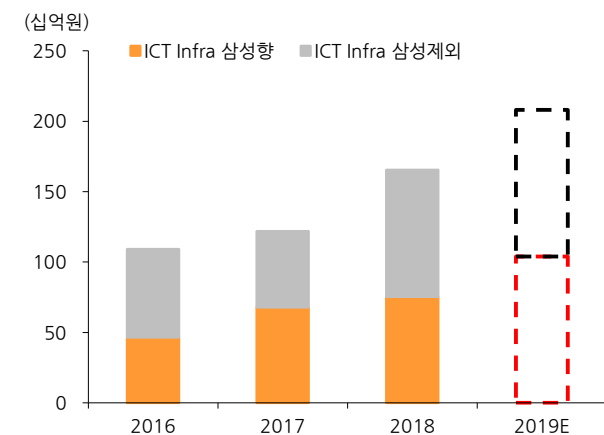
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	328	411
매출총이익	22	26	37	49	61
영업이익	-2	5	9	14	21
EBITDA	-1	5	10	16	22
순이자손익	0	1	1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	3	7	16	20
당기순이익	-2	2	4	13	16
지배주주순이익	-2	1	4	12	16
증가율(%)					
매출액	6.3	1.9	26.9	21.1	25.4
영업이익	적지	흑전	96.8	61.1	44.7
EBITDA	적전	흑전	82.1	61.2	38.4
순이익	적전	흑전	109.8	242.5	25.0
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	12.3	13.5	15.1	14.9
영업이익률	-0.9	2.1	3.3	4.4	5.1
EBITDA 이익률	-0.5	2.5	3.6	4.8	5.3
세전이익률	0.1	1.3	2.6	4.9	4.9
순이익률	-1.0	0.8	1.4	3.9	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	9	3	1	-11	15
당기순이익	-2	2	4	13	16
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	8	-5	-15	-14	-2
매출채권 감소(증가)	8	3	-12	29	-2
재고자산 감소(증가)	5	-7	3	-36	-2
매입채무 증가(감소)	-4	-6	3	-3	2
투자현금흐름	-7	4	23	3	-2
유형자산처분(취득)	14	-1	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-21	13	30	2	0
재무현금흐름	-5	0	-1	-6	-2
차입금의 증가(감소)	-4	1	-1	-3	0
자본의 증가(감소)	0	0	1	-2	-2
배당금의 지급	0	0	1	2	2
총현금흐름	3	7	16	6	17
(-)운전자본증가(감소)	-12	3	7	25	2
(-)설비투자	1	1	0	1	1
(+)자산매각	15	-1	0	0	0
Free Cash Flow	29	2	8	-20	14
(-)기타투자	5	8	13	-13	1
잉여현금	24	-6	-5	-7	13
NOPLAT	36	3	5	12	16
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	-12	3	7	25	2
(-)Capex	1	1	0	1	1
OpFCF	48	0	-2	-13	15

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	121	125	123	129	145
현금성자산	61	55	48	33	45
매출채권	46	43	50	31	33
재고자산	8	14	11	47	49
비유동자산	17	23	27	28	29
투자자산	12	17	17	18	19
유형자산	3	3	2	3	3
무형자산	2	3	8	8	8
자산총계	138	148	150	157	174
유동부채	65	73	71	66	68
매입채무	55	48	51	55	57
유동성이자부채	1	2	3	2	2
비유동부채	3	3	4	7	7
비유동이자부채	0	0	0	2	2
부채총계	68	76	75	73	75
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	46	46	46	46	46
이익잉여금	19	20	24	35	49
자본조정	-8	-8	-8	-10	-10
자기주식	-3	-3	-3	-5	-5
자본총계	71	72	75	84	99

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-146	88	279	776	984
BPS	4,080	4,121	4,302	4,890	5,774
DPS	0	50	100	100	100
CFPS	180	450	997	367	1,056
ROA(%)	-1.7	1.0	3.0	8.1	9.6
ROE(%)	-3.5	2.1	6.6	16.9	18.5
ROIC(%)	221.4	40.9	30.7	33.9	34.4
Multiples(x, %)					
PER	-	60.9	14.5	9.4	7.4
PBR	1.5	1.3	0.9	1.5	1.3
PSR	0.5	0.4	0.2	0.4	0.3
PCR	33.5	11.9	4.1	19.9	6.9
EV/EBITDA	-34.6	6.1	2.0	5.5	3.5
배당수익률	0.0	0.9	2.5	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	95.7	106.8	100.5	86.3	76.2
Net debt/Equity	-85.5	-74.2	-61.1	-35.6	-42.4
Net debt/EBITDA	5,723.0	-984.3	-465.5	-190.1	-191.1
유동비율	186.9	170.8	173.0	195.1	212.7
이자보상배율(배)	-	53.7	79.5	59.0	13.3
자산구조(%)					
투자자본	5.5	12.2	24.8	47.7	43.4
현금+투자자산	94.5	87.8	75.2	52.3	56.6
자본구조(%)					
차입금	1.4	2.2	3.5	3.7	3.2
자기자본	98.6	97.8	96.5	96.3	96.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2019년 10월 28일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에스넷 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.31	2019.05.31	2019.07.24	2019.09.02	2019.10.28	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	최준영	12,300	15,000	15,000	12,300	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	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	-48.98	-37.80
2019.10.28	Buy	12,300		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	88.6%	11.4%	0.0%	100.0%