

에스넷 (038680)

2020년에도 성장은 지속된다



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

Buy (유지)

목표주가(하향): 8,400원

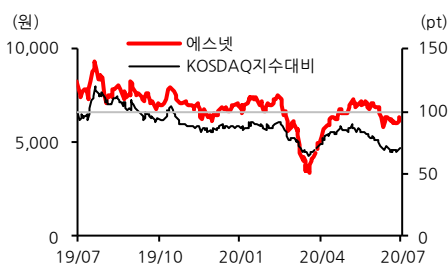
현재 주가(7/6)	6,440원
상승여력	▲30.4%
시가총액	1,035억원
발행주식수	16,075천주
52 주 최고가 / 최저가	9,330 / 3,415원
90 일 일평균 거래대금	26.92억원
외국인 지분율	1.9%
주주 구성	
박호대 (외 5 인)	26.0%
자사주 (외 1 인)	8.1%
자사주신탁 (외 1 인)	1.3%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.1	22.4	-5.0	-22.4
상대수익률(KOSDAQ)	-8.5	-4.8	-21.0	-31.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	271	317	363	419
영업이익	9	8	14	20
EBITDA	10	10	16	22
지배주주순이익	4	6	12	18
EPS	279	377	743	1,103
순차입금	-45	-38	-24	-37
PER	14.5	18.5	8.7	5.8
PBR	0.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	2.0	7.5	4.8	3.1
배당수익률	2.5	1.7	1.9	1.9
ROE	6.6	8.6	15.5	19.7

주가 추이



에스넷은 COVID-19 확산으로 인한 비우호적인 영업환경에도 불구하고 성장세를 이어갈 전망입니다. 당초 예상보다 2020 년 예상실적을 하향조정하지만, 언택트 환경 구축으로 인해 네트워크 고도화에 대한 수요가 증가할 것으로 예상됨에 따라 긍정적인 시각을 유지합니다. 따라서 투자의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 8,400 원으로 하향조정합니다.

1분기에도 외형성장 기록

에스넷은 1분기에 매출액 529억 원(-59.5% q-q, +7.5% y-y), 영업적자 25억 원(적자전환 q-q, 적자지속 y-y)을 기록하였다. COVID-19 확산으로 인해 고객사 투자가 부진했음에도 불구하고 외형성장을 기록할 수 있었던 배경은 1) 지속적으로 증가하고 있는 유지보수 매출액과, 2) 4Q19에 지연된 프로젝트의 매출인식 등으로 추정한다.

2분기까지는 COVID-19의 부정적 영향 받을 전망

에스넷은 2분기에도 COVID-19발 부정적 영향을 받으면서 매출액 651억 원(+23.1% q-q, +2.2% y-y)을 기록할 것으로 예상된다. 매출액 증가에 기여하는 주요인은 1) 고객사의 반도체 설비투자(펄백, 시안 등) 관련 매출과 2) 언택트/비대면 서비스 환경 구축과 관련된 매출(화상회의, 원격 조종 등) 등의 부분인식으로 예상된다. 하반기에는 이와 관련된 매출액이 본격적으로 반영되고, 금융/공공기관 등의 신규프로젝트가 진행되면서 연속적인 q-q 실적성장을 예상한다.

반도체 설비투자+언택트 환경 구축 수요 확대로 수혜 기대

당사는 에스넷의 2020년 주요 실적성장 요소로 1) 지속적인 고객사 반도체 설비투자, 2) 금융권 네트워크 고도화, 3) 통신/IoT 인프라 투자를 예상한다. 주요 부문별 매출액을 반도체 설비투자 프로젝트 1,403억 원(+14.9% y-y), 금융권 인프라 1,100억 원(+14.1% y-y), 공공기관/기타 인프라 730억 원(+10.6% y-y), 통신/IoT 180억 원(+75.5% y-y)으로 예상하며 2020년 전사실적은 매출액 3,633억 원(+14.7% y-y), 영업이익 144억 원(+84.2% y-y)으로 추정한다. 당사는 하향조정된 1) 2020년 예상실적 추정치와 2) 목표 PER 배수를 적용하여 목표주가를 8,400원으로 하향조정한다. 현 주가는 2020년 예상 PER 기준 8.7배로 밸류에이션 매력이 높은 수준이라고 생각한다.

투자이견 Buy 유지, 목표주가 8,400 원으로 하향조정

에스넷에 대해 투자이견 Buy를 유지하고, 목표주가는 8,400원으로 하향조정한다. 당사는 COVID-19 팬데믹으로 인한 주요 고객사 투자지연을 반영하여 에스넷의 2020년 연간 실적을 매출액 3,633억 원(+14.7% y-y), 영업이익 144억 원(+84.2% y-y)으로 하향조정하였다. 투자이견 Buy를 유지하는 근거는 1) 고객사의 반도체 설비투자가 지속적으로 이루어질 것이며, 2) COVID-19 확산 경험으로 언택트/비대면 서비스 확대를 위해 네트워크 인프라 구축에 대한 수요가 증가할 것이라고 생각하기 때문이다. 목표주가 8,400원은 2020년 예상 순이익 124억 원을 목표 PER 배수 10.9배(Peer 평균 대비 30% 할인)에 적용하여 산출되었다.

[표1] 에스넷 목표주가 산출

	(단위: 십억 원)	주식
1) 에스넷 2020E 순이익	12.4	2020년 연간 실적 조정
2) Target PER multiple	10.9	Peer 평균 PER multiple 30% 할인
3) Target 시가총액	135.2	1) × 2)
4) 주식수	16,075,215	
5) 적정주가(원)	8,408	3) ÷ 4)
6) Upside	30.6%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

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

업체명	매출액(십억원)	영업이익(십억원)	순이익(십억원)	시가총액(십억원)	2020E PER	밸류에이션 VS 에스넷
삼성SDS	10,561.2	876.8	556.5	13,734.6	25.2	+189.7%
현대오토에버	1,663.0	82.0	59.2	804.3	13.8	+58.6%
롯데정보통신	935.4	47.1	41.0	558.9	13.6	+56.3%
신세계&C	501.2	29.5	21.5	210.7	9.8	+12.6%
에스넷	363.3	14.4	12.4	103.5	8.7	-

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

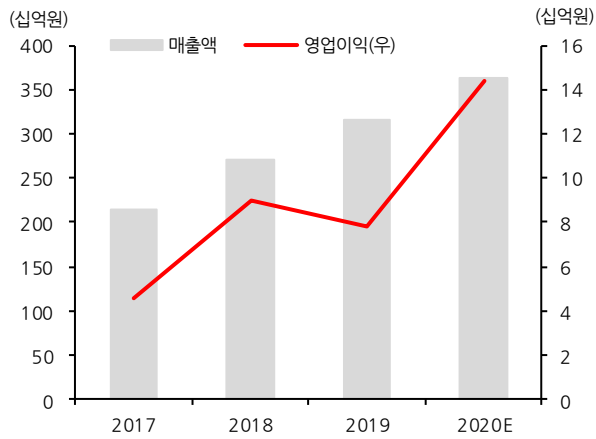
[표3] 에스넷 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20F	4Q20F
매출액	270.8	316.8	363.3	49.2	63.7	73.4	130.5	52.9	65.1	79.9	165.5
-y-y	26.9%	17.0%	14.7%	16.4%	7.6%	28.5%	16.3%	7.5%	2.2%	8.8%	26.8%
-q-q	-	-	-	-56.2%	29.5%	15.3%	77.9%	-59.5%	23.1%	22.7%	107.2%
영업이익	9.0	7.8	14.4	-0.9	3.5	1.4	3.8	-2.5	0.7	3.3	13.0
-y-y	96.8%	-13.0%	84.2%	적자지속	468.4%	613.0%	-61.6%	적자지속	-79.9%	130.0%	239.2%
-q-q	-	-	-	적자전환	흑자전환	-59.4%	169.5%	적자전환	흑자전환	363.7%	297.6%
영업이익률	3.3%	2.5%	4.0%	-1.8%	5.5%	1.9%	2.9%	-4.7%	1.1%	4.1%	7.8%

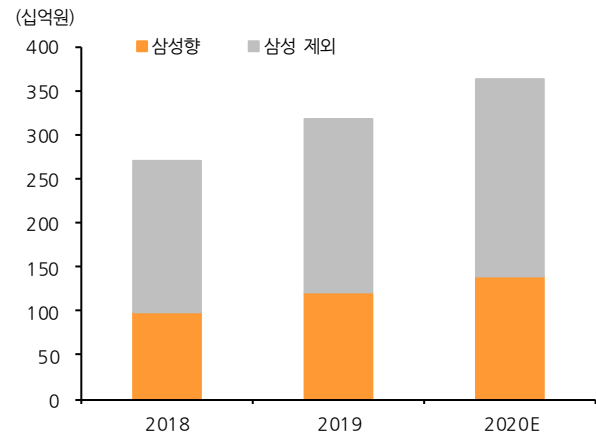
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스넷 실적 y-y 성장세 지속될 전망



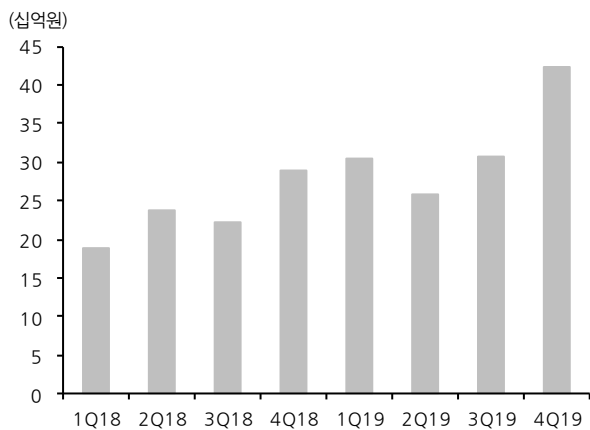
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 고객사별 매출액 추이



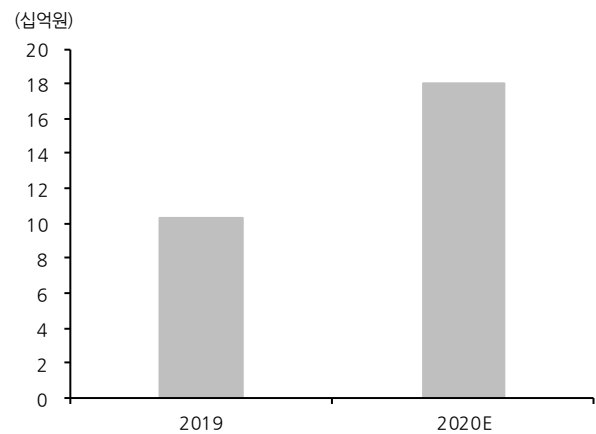
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 유지보수 매출액 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 통신/IoT 매출액 빠르게 증가하는 추세



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	213	271	317	363	419
매출총이익	26	37	40	47	54
영업이익	5	9	8	14	20
EBITDA	5	10	10	16	22
순이자손익	1	1	0	0	1
외화관련손익	0	0	0	-1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	7	9	15	21
당기순이익	2	4	7	11	16
지배주주순이익	1	4	6	12	18
증가율(%)					
매출액	1.9	26.9	17.0	14.7	15.3
영업이익	흑전	96.8	-13.0	84.2	38.3
EBITDA	흑전	82.1	-0.1	67.5	31.1
순이익	흑전	109.8	85.8	64.9	43.0
이익률(%)					
매출총이익률	12.3	13.5	12.6	13.0	12.8
영업이익률	2.1	3.3	2.5	4.0	4.8
EBITDA 이익률	2.5	3.6	3.1	4.5	5.1
세전이익률	1.3	2.6	2.8	4.0	5.0
순이익률	0.8	1.4	2.2	3.2	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	4	1	-3	-13	17
당기순이익	2	4	7	11	16
자산상각비	1	1	2	2	2
운전자본증감	-4	-15	-13	-18	-3
매출채권 감소(증가)	3	-11	0	11	-3
재고자산 감소(증가)	-7	3	-14	-12	-3
매입채무 증가(감소)	-5	-5	4	-8	4
투자현금흐름	3	23	3	-2	-2
유형자산처분(취득)	-1	0	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	13	25	3	0	0
재무현금흐름	0	-1	1	11	-2
차입금의 증가(감소)	1	-1	4	11	0
자본의 증가(감소)	0	1	-2	0	-2
배당금의 지급	0	1	2	0	2
총현금흐름	7	16	14	7	19
(-)운전자본증가(감소)	3	7	9	26	3
(-)설비투자	1	0	1	1	1
(+)자산매각	-1	0	0	0	0
Free Cash Flow	2	8	4	-19	16
(-)기타투자	8	9	3	-7	1
잉여현금	-6	-1	1	-13	15
NOPLAT	3	5	6	11	16
(+) Dep	1	1	2	2	2
(-)운전자본투자	3	7	9	26	3
(-)Capex	1	0	1	1	1
OpFCF	0	-2	-2	-13	14

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	125	123	145	137	157
현금성자산	55	48	48	45	58
매출채권	43	50	51	44	47
재고자산	14	11	25	37	40
비유동자산	23	27	27	27	27
투자자산	17	17	17	18	19
유형자산	3	2	3	2	2
무형자산	3	8	7	7	7
자산총계	148	150	172	164	184
유동부채	73	71	90	71	75
매입채무	48	51	58	47	51
유동성이자부채	2	3	9	20	20
비유동부채	3	4	3	5	5
비유동이자부채	0	0	1	1	1
부채총계	76	75	94	76	80
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	46	46	46	46	46
이익잉여금	20	24	28	38	54
자본조정	-8	-8	-10	-10	-10
자기주식	-3	-3	-5	-5	-5
자본총계	72	75	78	88	104

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	88	279	377	743	1,103
BPS	4,121	4,302	4,474	5,095	6,077
DPS	50	100	120	120	120
CFPS	450	997	860	447	1,212
ROA(%)	1.0	3.0	3.8	7.1	10.2
ROE(%)	2.1	6.6	8.6	15.5	19.7
ROIC(%)	40.9	30.3	22.0	25.2	27.1
Multiples(x, %)					
PER	60.9	14.5	18.5	8.7	5.8
PBR	1.3	0.9	1.6	1.3	1.1
PSR	0.4	0.2	0.4	0.3	0.2
PCR	11.9	4.1	8.1	14.4	5.3
EV/EBITDA	6.1	2.0	7.5	4.8	3.1
배당수익률	0.9	2.5	1.7	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	106.8	100.5	119.5	86.3	77.2
Net debt/Equity	-74.2	-60.7	-48.2	-27.0	-35.5
Net debt/EBITDA	-984.3	-462.1	-384.9	-144.4	-171.3
유동비율	170.8	173.0	160.1	192.5	208.7
이자보상배율(배)	53.7	79.5	42.5	6.1	7.2
자산구조(%)					
투자자본	12.2	25.0	33.6	47.3	43.4
현금+투자자산	87.8	75.0	66.4	52.7	56.6
자본구조(%)					
차입금	2.2	3.9	11.6	19.5	17.0
자기자본	97.8	96.1	88.4	80.5	83.0

[Compliance Notice]

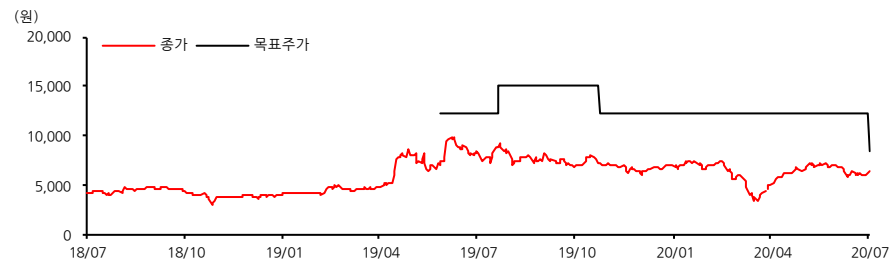
(공표일: 2020년 7월 7일)

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	2020.01.29
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	12,300	15,000	15,000	12,300	12,300
일 시	2020.07.07					
투자의견	Buy					
목표가격	8,400					

[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	-47.58	-38.78
2020.07.07	Buy	8,400		

[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 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: 2020년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%