

에스넷 (038680)

방향성과 잠재력은 변한게 없다



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

Buy (신규)

목표주가(신규): 12,300원

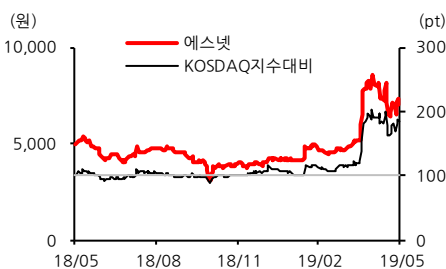
현재 주가(5/30)	7,090원
상승여력	▲73.5%
시가총액	1,140억원
발행주식수	16,075천주
52 주 최고가 / 최저가	8,560 / 3,100원
90 일 일평균 거래대금	73.69억원
외국인 지분율	3.3%
주주 구성	
블루로터스(외 2인)	26.6%
에스넷 자사주	6.8%
에스넷 자사주 펀드	1.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-17.2	53.3	77.5	42.8
상대수익률(KOSDAQ)	-8.5	59.0	78.4	63.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	213	271	351	440
영업이익	5	9	16	22
EBITDA	5	10	18	24
지배주주순이익	1	4	14	17
EPS	88	279	846	1,051
순차입금	-53	-46	-51	-64
PER	60.9	14.5	8.4	6.7
PBR	1.3	0.9	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.1	2.0	3.5	2.1
배당수익률	0.9	2.5	1.4	1.4
ROE	2.1	6.6	18.2	19.2

주가 추이



에스넷은 1999년에 설립된 SI/NI 업체로, 삼성전자의 대규모 설비투자, 디지털 금융서비스 확대, 5G 상용화에 따른 수혜가 기대됩니다. 동사는 국내 주요 SI 업체들 대비 Valuation 매력도가 높은 상황이며, 최근 주가 급락은 좋은 매수 기회라고 생각합니다.

삼성전자의 공격적인 비메모리 투자는 호재다

에스넷은 삼성그룹과의 견고한 파트너십으로 SI(System Integration) 및 NI(Network Integration) 구축 프로젝트에 참여하고 있다. 그중에서도 주로 삼성전자와 삼성디스플레이의 메모리, 비메모리, 디스플레이 생산 라인에 구축되는 네트워크 장비와 소프트웨어를 공급하고 있다. 최근 삼성전자의 대규모 비메모리 설비투자 발표는 동사의 SI 및 NI 구축 프로젝트 매출 증가에 기여할 것으로 예상된다.

디지털 금융서비스 확대에 따른 수혜 진행중

금융권 디지털화 역시 동사의 주요 성장 드라이버다. 은행 및 보험사들의 전자문서, 비대면계좌개설 서비스와 같은 디지털 서비스 확대로 데이터 센터 및 전산망 고도화에 대한 수요가 증가하고 있다. 데이터 센터 부문에서는 동사의 가상화(SDN) 기술의 경쟁력이 부각되면서 관심이 높아지고 있다. 2018년 금융권 매출액 규모는 241억 원이었으며, 2019년에는 450억 원 수준으로 약 86.7% 증가할 것으로 전망한다.

네트워크 가상화 기술로 5G 시장 공략

에스넷의 네트워크 가상화 기술은 5G에서도 부각될 것으로 예상된다. 특히 NFV기반의 vEPC 기술은 복잡한 네트워크 망에서도 데이터 처리속도를 효율적으로 처리하는 기술로 5G 기지국에서 필수적으로 요구되는 기술이다. 현재 관련 매출은 미미하나, 5G 기지국 투자가 확대됨에 따라 유의미한 매출이 발생할 것으로 예상된다.

안정적인 실적과 4차산업의 방향성을 보고 매수해야 한다

당사는 에스넷에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 12,300원을 제시한다. 목표주가는 국내 SI 업체들의 2019E 평균 PER 18.7배에서 20% 할인한 수준이기에 합리적인 수준이라고 생각한다. 1) 삼성의 CAPEX 투자 방향성, 2) 금융권 전산망 고도화, 3) 5G 인프라 확대 감안시 현 주가 수준(2019E PER 8.4배)에서는 매수해야 된다고 생각한다.

1. 투자의견 Buy, 목표주가 12,300 원 제시

에스넷에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 12,300원을 제시한다. 동사의 적정주가를 산출하기 위한 Target PER multiple로 국내 주요 SI 업종 Peer 5개사(삼성SDS, 현대오트에버, 롯데정보통신, 신세계 I&C, 효성ITX)의 2019E PER 평균치 18.7배에서 할인율 20%를 적용하였다. 할인율 20%에 대한 근거로는 1) 2018년 기준 매출액이 상대적으로 작다는 점 2) Peer들과 달리 소속된 그룹사가 없다는 점을 제시한다. 산출된 Target PER multiple은 15.0배로, 매출액이나 영업이익 규모가 비슷한 수준인 효성ITX(2019E PER 15.8배)보다도 낮은 수준으로 부담스럽지 않은 수치라고 생각한다. 목표주가 12,300원은 현 주가 7,090원 대비 상승여력 73.5%가 기대되는 수준이다.

[표12] 에스넷 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분		주석
1) 에스넷 2019E 순이익	13.2	
2) Target PER multiple	15.0	{(A+B+C+D+E) ÷ 5} × 80%
A) 삼성SDS	22.0	
B) 현대오트에버	21.0	
C) 롯데정보통신	19.8	
D) 신세계I&C	15.0	
E) 효성ITX	15.8	
3) Target 시가총액	197.9	
4) 주식수(전환사채 1,000,000 주 포함)	16,075,215	
5) 적정주가(원)	12,314	
6) Upside	73.5%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표13] 에스넷 분기별 실적 추이 (단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F
매출액	270.8	351.0	440.1	42.3	59.2	57.1	112.3	49.2	73.5	87.4	141.0
-y-y	26.9%	29.6%	25.4%	41.6%	26.4%	2.1%	38.9%	16.4%	24.1%	53.0%	25.6%
-q-q	-	-	-	-47.7%	289.9%	-18.9%	62.8%	-54.5%	79.1%	6.1%	66.3%
영업이익	9.0	16.4	22.4	-1.8	0.6	0.2	10.0	-0.9	1.7	4.1	11.6
-y-y	96.8%	82.9%	36.5%	적자지속	흑자전환	-94.4%	153.2%	적자지속	169.2%	1,979.9%	16.1%
-q-q	-	-	-	적자전환	흑자전환	-67.6%	4908.5%	적자전환	흑자전환	150.0%	179.7%
영업이익률	3.3%	4.7%	5.1%	-4.2%	1.0%	0.3%	8.9%	-1.8%	2.3%	4.7%	8.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표14] 에스넷 관련 용어정리

용어	의미
SDN(Software Define Networking)	소프트웨어 알고리즘으로 네트워크 트래픽 제어: 네트워크 장치는 데이터 전송기능만 부여, 서버에서 트래픽 제어
NFV(Network Functions Virtualization)	네트워크 장비를 가상화: 물리적 리소스를 가상머신들이 공유하여 리소스 사용을 극대화
vEPC(Virtual Evolved Packet Core)	가상의 코어망을 구현해 네트워크 리소스 사용을 극대화: 원활한 데이터 통신 구현

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. ICT Infra 사업: 삼성과 함께 성장

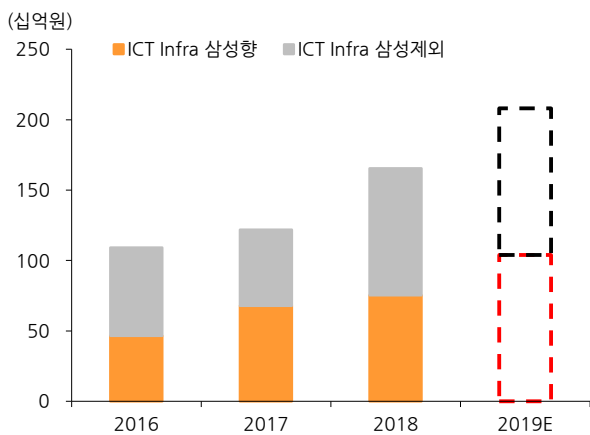
에스넷의 ICT Infra 사업은 주로 삼성전자 및 삼성디스플레이의 설비투자 관련 인프라 구축 담당 사업이다. 주로 Network Integration 담당이며, 인프라 현황을 분석하고 방향성을 도출하는 컨설팅 외 다양한 유무선 솔루션을 설계하고 구축한다. 네트워크 장비로는 Cisco 장비를 도입하며 고객사 요구에 맞게 에스넷이 최적화 작업을 한다. 최근 이슈화 되고 있는 삼성전자의 대규모 비메모리 설비투자는 동사에게 긍정적인 이슈이며, 그 외에 메모리 및 디스플레이 설비투자가 바닥을 찍고 상승하는 그림이기 때문에 ICT Infra 사업부문은 안정적인 성장세가 기대된다. 더불어, 프로젝트 수주가 증가하면 유지 보수 매출 증가로 이어지기 때문에 실적에 안정성을 더해줄 수 있다. 당사가 추정하는 에스넷의 2019년 ICT Infra 사업 삼성향 매출액은 1,040억 원 수준(+37.9% y-y)이다.

[표15] 삼성전자 메모리 반도체 설비투자 스케줄 전망

제품	생산라인	규모	투자시기								
			1H17	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20	
DRAM	17 라인	30K									
	16 라인	10K									
	평택 2층	60K									
	평택 2층	20K									
	평택 2기 1z	미정									
NAND	평택 1층 64 단	100K									
	평택 2층	30K									
	평택 1층 92 단 전환투자	70~80K									
	시안 2기	30K									
	시안 2기	80K									

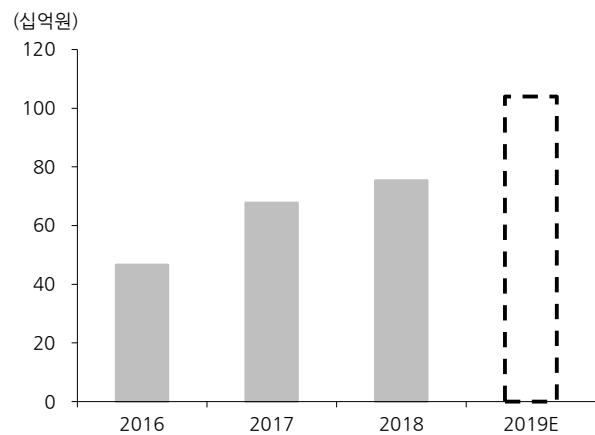
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] ICT Infra 사업 매출액 증가세



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] ICT Infra 삼성향 매출액 증가세



자료: 한화투자증권 리서치센터

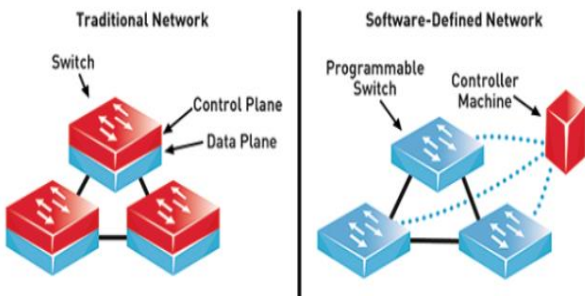
3. 데이터센터, IoT 수요 확대 예상

에스넷의 삼성전자형 ICT Infra 사업 외에 주로 매출이 발생하는 부분은 데이터 센터와 IoT 부문이다. 주로 금융권, CJ그룹 등과 같은 Non-IT 기업들로부터 프로젝트를 수주하고 있다. 최근 기업들의 디지털화에 대한 수요가 증가하면서 전산망 고도화에 대한 수요가 증가하고 있다. 특히 데이터 스토리지에 대한 관심이 높아지면서 동사의 데이터 센터 솔루션, 클라우드, 서버, 스토리지, 네트워크 구축 등과 관련된 프로젝트 수주가 늘어나고 있다.

데이터 센터는 물리적인 Infra 기술을 바탕으로 다양한 클라우드 서비스를 제공하기 위해 가상화 기술과 가상화(SDN) 제품에 대한 이해도와 경험이 필요하다. 클라우드 환경에서는 네트워크를 하드웨어로 관리하기 복잡해지면서 소프트웨어 알고리즘으로 유동적인 네트워크 관리가 가능한 기술이 요구되기 때문이다. 따라서 가상화 기술과 데이터 센터 구축에 대한 노하우를 보유한 동사에 수혜가 기대된다.

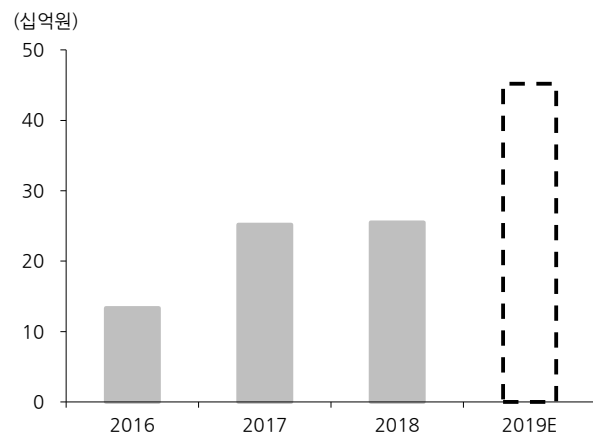
IoT 분야는 센싱기술과 무선통신 기술을 복합적으로 적용하여 서비스를 제공하는 사업이다. 에스넷은 실내 실시간 위치기반 서비스를 지원하는 솔루션과 빅데이터를 접목한 사전사고 감지용 예지정보 솔루션을 보유하고 있다. 이 서비스는 GPS의 음영지역인 실내에서 관리대상의 위치를 확인하여 작업자의 안전, 공정상의 모니터링, 자산관리 업무에 적용되고 있으며 최근 LG디스플레이의 생산라인에 최초로 적용되어 확대 중이다. 최근에는 AI Safeguard 라는 제품을 출시하여 영상분석, 위치추위, 가스 모니터링 감지 솔루션 등과 같은 서비스를 제공할 예정이다. IoT 서비스는 5G 인프라가 본격적으로 확대되는 시점에 그 수요가 빠르게 증가할 것으로 기대된다.

[그림25] 기존 네트워크 vs SDN 네트워크 비교



자료: Insight, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 금융권 프로젝트 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	51	66
영업이익	-2	5	9	16	22
EBITDA	-1	5	10	18	24
순이자손익	0	1	1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	3	7	17	21
당기순이익	-2	2	4	13	17
지배주주순이익	-2	1	4	14	17
증가율(%)					
매출액	6.3	1.9	26.9	29.6	25.4
영업이익	적지	흑전	96.8	82.9	36.5
EBITDA	적전	흑전	82.1	81.6	31.9
순이익	적전	흑전	109.8	257.9	26.3
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	12.3	13.5	14.6	14.9
영업이익률	-0.9	2.1	3.3	4.7	5.1
EBITDA 이익률	-0.5	2.5	3.6	5.1	5.4
세전이익률	0.1	1.3	2.6	4.8	4.9
순이익률	-1.0	0.8	1.4	3.8	3.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	9	3	1	6	17
당기순이익	-2	2	4	13	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	-1	-2
배당금의 지급	0	0	1	1	2
총현금흐름	3	7	16	15	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	8	15
(-)기타투자	5	8	13	4	1
잉여현금	24	-6	-5	4	14
NOPLAT	36	3	5	13	18
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	-12	3	7	5	1
(-)Capex	1	1	0	1	1
OpFCF	48	0	-2	9	17

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	121	125	123	139	156
현금성자산	61	55	48	53	65
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	168	186
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	36	51
자본조정	-8	-8	-8	-9	-9
자기주식	-3	-3	-3	-4	-4
자본총계	71	72	75	86	101

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-146	88	279	846	1,051
BPS	4,080	4,121	4,302	5,004	5,955
DPS	0	50	100	100	100
CFPS	180	450	997	911	1,133
ROA(%)	-1.7	1.0	3.0	8.6	9.6
ROE(%)	-3.5	2.1	6.6	18.2	19.2
ROIC(%)	221.4	40.9	30.7	53.3	62.2
Multiples(x, %)					
PER	-	60.9	14.5	8.4	6.7
PBR	1.5	1.3	0.9	1.4	1.2
PSR	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
PCR	33.5	11.9	4.1	7.8	6.3
EV/EBITDA	-34.6	6.1	2.0	3.5	2.1
배당수익률	0.0	0.9	2.5	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	95.7	106.8	100.5	95.3	83.6
Net debt/Equity	-85.5	-74.2	-61.1	-59.9	-63.1
Net debt/EBITDA	5,723.0	-984.3	-465.5	-288.0	-271.1
유동비율	186.9	170.8	173.0	182.1	197.2
이자보상배율(배)	n/a	53.7	79.5	27.1	15.1
자산구조(%)					
투자자본	5.5	12.2	24.8	28.0	26.4
현금+투자자산	94.5	87.8	75.2	72.0	73.6
자본구조(%)					
차입금	1.4	2.2	3.5	1.5	1.3
자기자본	98.6	97.8	96.5	98.5	98.7