에스원(012750) 리서치 보고서

투자클럽 골든구스

CLUB.CYWORLD.COM/GOLDENGOOSE

ANALYST : PARTNER 이제한(JERAI@HANMAIL.NET) / 민희수(MINIWAR@NATE.COM)

2009 January 20

에스원(012750) 리서치 보고서

투자클럽 골든구스

목 차

Ⅰ. 기업개요

Ⅱ. 사업분석

1. 산업분석 – 시스템경비업
2. 비즈니스모델 – 에스원
3. 에스원의 브랜드/경쟁기업분석
4. 경영진분석

Ⅲ. 재무분석(재무제표)

Ⅳ. 리스크분석

Ⅴ. 밸류에이션

Ⅵ. 결론

골든구스

에스원(012750)

분석에 들어가며

투자클럽 골든구스의 에스원 리서치팀(파트너 이제한, 민희수)에서는 2009 년 1 월 분석종목으로 에스원을 선정하였습니다. 본 리서치 보고서는 증권사 애널리스트들의 보고서 및 객관성이 떨어지는 추정자료는 원천적으로 배제하고 과거 10 년간 에스원의 사업보고서(재무제표) 및 감사보고서, 경쟁기업들의 감사보고서, 에스원 및 경쟁기업들의 홈페이지, IR 자료, IR 담당자 문의, 통계청 자료, 삼성경제연구소 자료 일부 등을 이용하여 가능한 객관적이고 합리적인 분석을 하기 위해 노력하였습니다. 그리고 분량은 좀 많아지더라도 보고서를 읽을 때 이해가 쉽도록 많은 자료들과 부연설명을 하는 방법을 택했습니다. 보고서에 그래프, 도표 및 재무제표 관련 자료들이 많습니다. 보고서를 검토하실 때 반드시 주어진 자료들을 같이 검토하셔야 합니다. 보고서 구성은 대부분 자료가 먼저 제시되고 자료에 대한 부연 설명이 이어지는 방식입니다.

본 보고서의 전체적인 틀은 다음과 같습니다. 먼저 에스원이 영위하는 ***사업의 내용***에 대해서 살펴볼 것입니다. 사업의 내용은 크게 **산업분석, 에스원의 비즈니스모델 분석, 에스원의 브랜드 및 경쟁기업, 경영진에 대한 분석의 순서**로 이어집니다. 에스원 관련 사업내용의 분석 후 ***재무분석***에 들어갑니다. 재무분석에서는 에스원의 **재무적인 수치 및 전체적인 추세 분석**을 시작으로 **재무제표의 세부적인 내용**을 분석하도록 하겠습니다. 그 후 에스원의 ***위험요인을 분석***하도록 하겠습니다. 에스원의 전반적인 내용과 미래에 대한 합리적인 가정, 그리고 분석된 리스크를 바탕으로 ***밸류에이션 분석***이 이어집니다. 밸류에이션은 한 가지 방법이 아닌 분석 가능한 몇 가지 모형을 적용하여 여러 방면에서 접근할 것입니다. 이상 모든 내용을 토대로 에스원 종목에 대한 결론을 끝으로 본 보고서를 마치고자 합니다. 그럼 에스원에 대한 본격적인 분석에 들어가도록 하겠습니다.

Ⅰ. 개 요

에스원은 1977 년 설립되어 국내최초로 시스템경비 영업을 개시하였습니다. 설립 당시 한국경비실업주식회사라는 법인명으로 출발하였으나 1996 년 에스원으로 상호를 변경하였습니다. 에스원은 모두 아시다시피 삼성그룹에 속해있는 기업입니다. 일본 SECOM 과 기술합작을 하여 주주분포는 일본 SECOM 이 약 25%, 그리고 삼성그룹 각 계열사에서 약 21%정도 보유하고 있습니다.

에스원은 방범·방재 및 안전기기, 설비를 이용하여 시스템경비 서비스를 제공 판매하는 사업을 영위하고 있습니다. 기계를 통한 시스템경비업은 국내에서 에스원이 최초로 시작했습니다. 특정 사업을 최초로 시작하는 것은 사업을 영위하는데 엄청난 경쟁력을 가집니다. 알 리스와 잭 트라우트의 <마케팅 불변의 법칙>이라는 책의 내용을 인용하자면 경영과 마케팅 환경에서 제 1 법칙이 선도자의 법칙입니다. 더 좋은 것보다는 먼저 시작하는 것이 낫다는 명제입니다. 에스원 역시 시스템경비를 통한 보안서비스 사업에 가장 먼저 진출하여 시장을 선점하였기 때문에 꾸준히 성장을 거듭하면서 지금의 위치에 올 수 있었습니다. 2009 년 1 월 현재 에스원의 시가총액은 1 조 9 천 6 백 8 십억 정도입니다. 한 주당 주가는 약 5 만원 근처에서 박스권을 맴돌고 있습니다. 그럼 에스원이 영위하는 사업을 구체적으로 살펴보도록 하겠습니다.

Ⅱ. 사업의 내용

1.산업 분석 – 시스템(기계)경비업

시스템경비업은 인간의 가장 기본적인 욕구인 '안전욕구'를 충족시켜주는 산업입니다. 기계경비장치를 통해 기업, 관공서, 학교, 병원, 주택 등에서 일어날 수 있는 도난사고, 강도, 화재 등 여러 사건들로부터 인명을 보호하고, 재산을 보호하기 위해 서비스를 제공합니다. 경비업은 크게 '인력경비' 와 '기계경비'로 구분할 수 있습니다. 과거에는 주로 경비원의 고용을 통한 인력경비가 주를 이루었지만 사회가 발전하고, 범죄 발생건수의 증가, 범죄유형이 다양화됨에 따라 점차 기계경비가 시장을 대체하고 있습니다. 사람이 모든 것을 감시하고, 경비하기에는 역부족이기 때문입니다. 또한 해마다 범죄건수는 늘어가고 있습니다. 대한민국의 경찰력 역시 늘어가는 사건 앞에서 큰 힘을 발휘하지 못하는 것 같습니다. 아래 표는 통계청에서 가져온 자료입니다.

년	계		
	# 발생건수(건)	# 검거건수(건)	# 검거율(%)
2002	68,906	62,968	91.4
2003	62,660	56,226	89.7
2004	71,405	61,815	86.5
2005	90,877	72,247	79.5
2006	106,075	79,633	75.0
2007	104,257	81,584	78.3

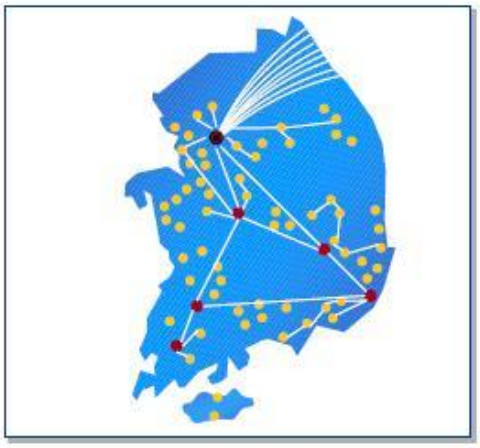
<제목 : 년도별 범죄발생건수 및 검거건수, 자료출처 : 통계청>

검거율이 매년 떨어지고 있습니다. 이러한 환경에서 소비자들은 발생하는 도난사고 및 범죄로부터 스스로를 지키기 위해 사적 보안서비스를 찾고 있습니다. 에스원은 인력이 아닌 경비기계장치를 통해 각종 사고를 사전에 방지하고, 사고 발생시 신속한 대처를 할 수 있도록 보안서비스를 제공하고 있습니다.

또한 우리나라의 경우 여타 주요 선진국에 비해서 경찰관 1 인당 담당인구수가 여전히 열악한 수준입니다. 물론 기본적인 치안과 보안은 정부에서 담당을 해야 하지만 기업을 비롯한 국민들은 보다 뛰어난 정도의 보안수준을 요구하고 있습니다. 과연 정부에서 공적으로 이런 욕구를 충족시켜 줄 수가 있을지 의문입니다. 정부의 대부분 관공서들도 에스원을 비롯한 사설 보안서비스 업체의 서비스를 받고 있습니다. 공적 치안력의 한계점들로 인하여 보안서비스업은 지속적으로 성장해왔고, 앞으로도 성장할 것입니다.

에스원은 이러한 소비자들의 욕구를 미리 파악하여 시장에 진출하였습니다. 인력경비가 주도 하고 있던 시장에 기계와 시스템을 통한 경비서비스를 제공하여 시장을 선점하고, 큰 성장을 이루었습니다. 여기서 시스템경비라는 의미는 인력을 사용하지 않는다는 것이 아닙니다. 에스원 역시 많은 수의 순찰·경비인력을 보유하고 있습니다. 에스원의 시스템 경비업은 기본적으로 건물과 주택, 점포 등에 기계를 설치하고 시스템과 통합네트워크를 통해 문제가 발생시 경비인력이 출동, 경찰관 및 소방관과 연계하여 문제를 해결하는 방식입니다.

<제목 : 시스템경비업 운용 FLOW, 자료출처 : 에스원 홈페이지 IR 자료>



<제목 : 관제소 및 전국인프라현황, 자료출처 : 에스원 홈페이지 IR 자료>

이러한 시스템경비업은 진입장벽을 가지고 있습니다. 신규기업이 시장에 진출하려면 기본적으로 보안서비스를 제공하기 위한 시스템과 네트워크를 구축해야 합니다. 양질의 보안서비스를 제공하기 위해서는 전국(혹은 특정지역)에 지점이 존재해야 하고, 그 지점들을 통합적으로 통제할 수 있는 관제소가 있어야 합니다. 이를 위해서는 막대한 자본과 기술력이 필요합니다. 후발업체들의 경우 이러한 통합네트워크를 구축하는데 큰 어려움을 겪고 있지만 에스원의 경우 시장의 선두주자로 축적된 투자를 바탕으로 이미 규모의 경제를 달성하여 사업을 영위하는데 어려움이 없습니다. 또한 보안서비스업은 자본과 기술이 있다고 해서 반드시 성공적으로 사업을 영위할 수 있는 것이 아닙니다. 시장의 인지도와 소비자들의 신뢰가 절대적으로 필요한 부분입니다. 이와 같은 이유로 시스템경비업은 진입장벽이 존재한다고 볼 수 있으며 이것은 이미 사업을 영위하고 있는 기업들에게는 긍정적인 요인입니다.

현재 보안서비스를 제공하는 업체들은 에스원을 비롯하여 캡스, KT 텔레캅이 있습니다. 그리고 많은 수의 군소업체들이 있는데 시장점유율은 무시해도 좋을 정도의 수치이며 위의 3 사가 메이저업체라고 할 수 있습니다. 에스원의 직접경쟁상대인 캡스와 KT 텔레캅은 아직 에스원에 비한다면 보안서비스의 품질 및 재무적인 부분에서 많이 뒤떨어져 있습니다. 경쟁업체들에 대해서는 아래 경쟁업체 분석에서 다시 상세하게 다루도록 하겠습니다.

지금까지 살펴본 바에 따르면 시스템경비업이 현재까지 큰 성장을 해왔고, 에스원의 경우 그 성장의 최일선에서 많은 수익을 창출했습니다. 이제 에스원의 비즈니스 모델을 통해 좀 더 상세히 알아보도록 하겠습니다.

2.비즈니스 모델

에스원의 비즈니스 모델은 시스템경비, 통합보안, 상품판매, 스마트 카드로 이루어져 있습니다.

구분	분 류		설 명
경비,경호 및 탐정업	시스템경비	·가정용 ·사무실용 ·금융기관용 ·빌딩용	경비대상물에 설치된 기기와 중앙관제와의 통신망을 통해 이상감지와 대처가 이루어지는 상품으로 경비대상물건에 따라 다시 세분됨.
	통합보안	·통합보안	산업보안이 중요시 되는 빌딩, 산업체 등 대규모 시설물에 로칼관제센터를 구축하여 기계경비시스템에 의한 통합 시큐리티서비스를 제공하는 사업
	상품판매	·안전설비 ·시스템설계	시큐리티 및 안전전반에 관한 컨설팅과 적합한 시큐리티서비스를 제공하기 위한 시큐리티상품 등의 판매사업
	스마트카드	·스마트 카드	출입통제, 근태관리, 식당이용, 주차관리, PC보안 및 금융기능 등을 단 하나의 카드로 처리할 수 있는 차세대 신용카드로써 시스템경비와 연계된 사업

<제목 : 에스원 사업부문, 자료출처 : 에스원 사업보고서>

위 사업부문들 중에서 주가 되는 것은 시스템경비입니다.

[2008년 9월 30일 현재] (단위 : 백만원, %)

사업부문	매출유형	품 목	매출액	매출액(비율)
시 스 템	ALARM	방범	422,373	76
	공사매출	공사	14,784	3
	소계		437,157	79
통 합 보 안	통합보안		63,599	11
상 품 판 매	보안관련 상품 판매		39,311	7
스마트 카드	-		10,989	2
기 타	-		4,465	1
합 계	-		555,521	100

<제목 : 주요제품 매출현황, 자료출처 : 에스원 사업보고서>

위의 자료에서도 알 수 있듯이 시스템경비가 매출의 79%를 차지하고 있습니다. 그 외 나머지 부분은 시스템경비의 매출이 이루어지면서 부수적으로 발생하는 것들입니다. 따라서 에스원의 사업모델은

시스템경비(ALARM)를 중점적으로 살펴볼 필요가 있습니다. 시스템경비는 경비대상물에 설치된 기기와 중앙관제와의 통신망을 통해 이상감지와 대처가 이루어지는 상품으로 경비대상물건에 따라 다시 가정용, 사무실용, 금융기관용, 빌딩용으로 세분됩니다. 우리가 일반적으로 볼 수 있는 SECOM 딱지가 붙어있는 점포가 시스템경비 서비스를 이용하고 있는 것이라고 생각하면 되겠습니다. 대표적으로 가정용 경비시스템을 하나만 살펴보도록 하겠습니다.

<제목 : 가정용 경비시스템 구성도, 자료출처 : 에스원 홈페이지>

위의 그림 제일 왼쪽에 있는 것이 열선감지기입니다. 침입자의 체온을 통해 이상을 감지합니다. 다음 시계방향으로 설명하겠습니다. 두 번째 것은 자석감지기로 자석의 원리를 이용하여 출입문의 개폐여부를 감지합니다. 그 다음이 외부카드리더기로 외출을 할 때 카드를 통하여 세콤을 작동시킵니다. 다음은 컨트롤러로 이상신호를 관제소로 전송합니다. 그 옆은 내부카드리더로 실내에서 세콤의 작동을 가능하게 합니다. 그 아래가 비상버튼으로 수동으로 버튼을 눌러 이상신호를 관제소에 전송할 수 있습니다. 마지막이 적외선감지기로 적외선을 이용하여 침입자의 침입을 감시합니다. 이것이 에스원에서 제공하는 일반적인 가정용 세콤의 시스템 구성입니다.

사무실용, 금융기관용, 빌딩용, 상업용, 공공기관용 등 여러 종류의 세콤서비스 상품이 있는데 크게 차이가 나는 것은 아니고 감지하는 대상이 조금 늘어나고 정교해지는 정도입니다. 예를 들면 금융기관용 서비스의 경우 금고감지기가 추가되는 정도로 이해하시면 되겠습니다. 기본적인 구성과 방식은 유사합니다.

에스원에서는 이러한 시스템경비 서비스를 고객들에게 제공하고 매달 사용료를 받습니다. 이것이 에스원의 주요 현금창출경로입니다. 고객의 서비스 요청이 들어오면 에스원에서는 기업용인지 가정용인지,

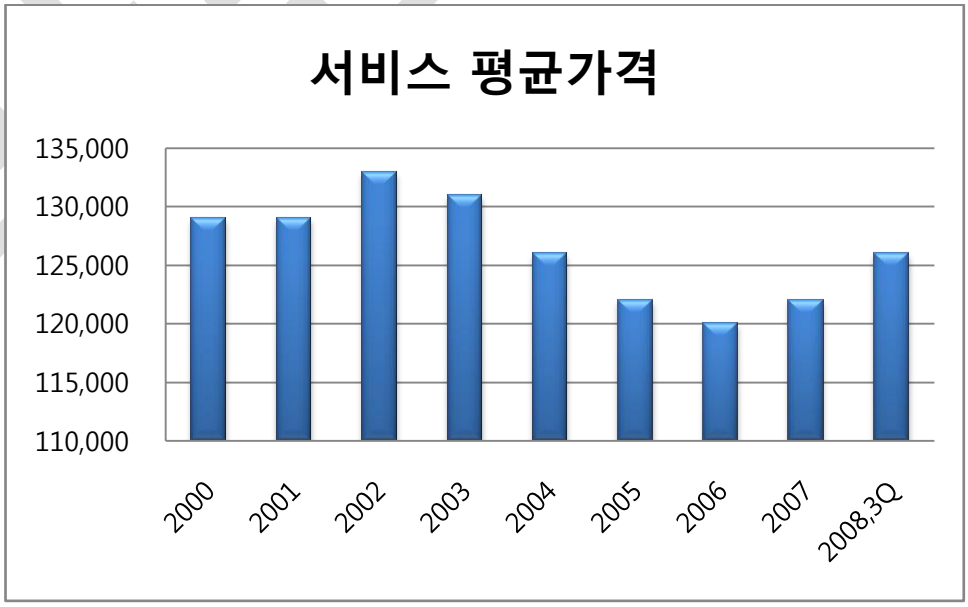
공공기관인지 등을 우선 파악합니다. 그리고 실평수, 창문과 출입문의 수, 창고와 화장실을 포함한 방의 수, 금고 유무 등을 측정하여 서비스 이용료를 청구합니다. 그리고 초기 시스템 공사를 통한 매출을 통해서도 수익을 창출합니다.

(단위 : 천원)

품 목	제32기 3분기	제31기	제30기
ALARM	126	122	120

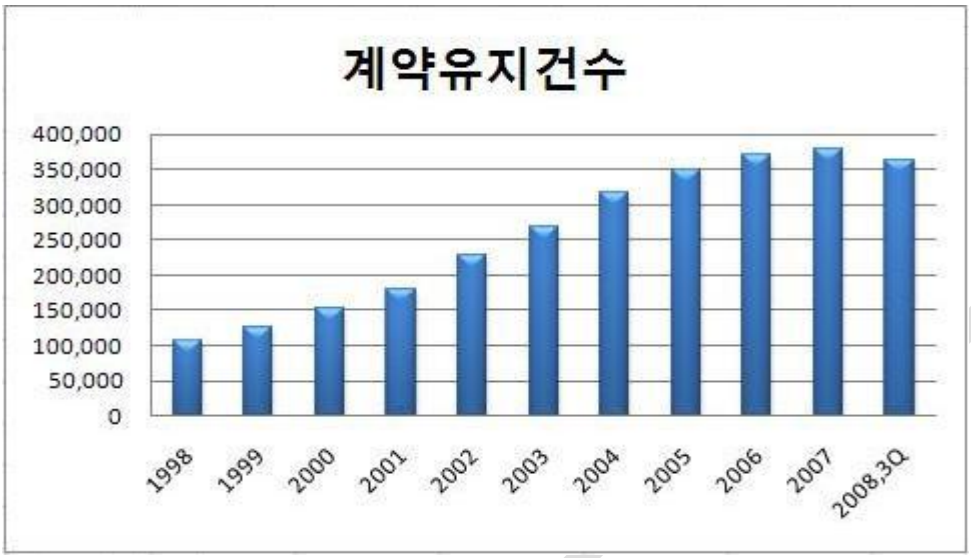
<제목 : 시스템경비 서비스 가격추이 자료출처 : 에스원 사업보고서>

서비스의 가격은 위 자료에서 볼 수 있는 바와 같이 상승하고 있습니다. 서비스의 가격은 총매출액을 계약유지건수로 나누어서 구합니다.(총매출액/계약유지건수) 에스원의 계약건수 자체는 줄어드는 추세에 있는데 매출 및 평균서비스 가격이 오른다는 것은 그만큼 수익성이 큰 고부가가치 서비스를 제공하는데 중점을 둔 경영을 하는 것으로 이해 할 수 있습니다. 실제 에스원은 과거 단순외형성장을 추구하면서 월 정액료가 굉장히 싼 TAS(total apartment service)제품의 판매에 주력했었는데 그러면서 평균서비스 가격이 떨어지고 수익성이 떨어졌습니다. 그러나 현재는 수익성이 높은 서비스의 판매에 주력하면서 점차 개선되는 모습입니다. 현재 시장에 많은 수의 업체들이 존재하기 때문에 에스원의 시장점유율을 정확하게 파악하기는 힘듭니다. 다만 각 업체들의 사업보고서 및 에스원 자체의 추정에 의하면 60%를 조금 상회하는 정도로 보고 있습니다. 최근 점유율이 조금 떨어지긴 했으나 에스원의 이익은 오히려 늘어나면서 수익성이 더욱 높아졌습니다.



<제목 : 시스템경비 서비스 가격추이 그래프, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

위 그래프를 통해서도 알 수 있듯이 2002 년 이후 가격이 떨어지다 2006 년을 정점으로 다시 회복하는 모습을 볼 수 있습니다. 이처럼 에스원은 수익성을 개선시키기 위한 노력을 계속하고 있습니다. 아래 계약유지건수와 영업이익률에 관한 자료를 통해 조금 더 상세히 보겠습니다.



<제목 : 계약유지건수, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

위에서 보는 바와 같이 외형적 성장에 집중한 이 후 계약유지건수는 지속적으로 늘었습니다. 하지만 수익성이 떨어짐에 따라 경영전략을 수정한 후 2007 년부터 계약건수는 감소하는 모습을 보이고 있습니다. 그러나 계약유지건수가 감소함에도 불구하고 매출액과 영업이익은 오히려 더 늘어나는 것을 볼 수 있는데 이것은 수익성을 높이기 위한 에스원의 노력이 있었기 때문입니다.

손익계산서	2008.9	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
매출원가(제조비)	58.2	59.8	60.7	59.4	59.7	59.4	60.6	65.3	65.6	65.0
매출총이익(제조이익)	41.8	40.2	39.3	40.6	40.3	40.6	39.4	34.7	34.4	35.0
판관비(판매비)	22.3	21.6	23.2	24.2	26.2	26.0	27.1	25.4	25.8	28.2
영업이익	19.4	18.6	16.2	16.5	14.2	14.6	12.3	9.3	8.7	6.8
⊞ 영업외손익	1.5	0.7	0.2	-0.6	0.2	-0.2	-0.5	0.6	0.2	0.8
법인세차감전사업이익	20.9	19.3	16.4	15.9	14.3	14.4	11.8	10.0	8.9	7.5
법인세비용	5.5	5.3	4.3	4.3	4.1	4.4	3.6	3.2	2.8	2.5
당기순이익	15.4	14.0	12.1	11.6	10.2	10.0	8.2	6.7	6.1	5.1

<제목 : 에스원 손익비율 추이, 자료출처 : 밸류스타 재무분석 자료>

2006 년 이후 영업이익률이 16.2% -> 18.6% -> 19.4%로 점차 높아지고 있습니다. 좀 더 정확히는 매출총이익만 봐도 2006 년 이후 점점 높아져 2008 년 3 분기까지는 역대 최고치를 기록하고 있습니다.

이처럼 TAS 서비스 가입자가 감소하면서 총계약건수는 줄고 있지만 수익성이 더 높은 서비스에 집중 오히려 영업을 더 잘하는 모습을 보여주고 있습니다. 또한 에스원은 수익성을 높이기 위해 전반적으로 노력하고 있습니다. 아래 제시된 에스원의 식스시그마 경영혁신 사례를 통해서도 에스원이 에스원이 수익성을 높이기 위해 많은 노력을 하고 있다는 것을 볼 수 있습니다. 아래 자료는 삼성경제연구소의 자료를 편집한 것입니다.

참고) 식스시그마 경영혁신 사례

2003 년 당시 에스원의 Hanks(Handy Bank System: 은행의 365 코너 CD/ATM 기기) 관리물건 수는 약 1 만 건으로 총 고객수의 1/25 에 불과하지만, Hanks 장애로 인한 출동건수는 전체 출동건수의 47%를 차지하고 있었다. Hanks 장애출동이 연간 약 125 만 건이나 발생 하고 있었고, 장애가 한 번 발생했을 때의 인건비를 제외한 1 회 출동원가(유류비, 통신비 등)를 감안할 때 연간 약 60 억원이 Hanks 장애대응을 위해 소요되고 있었다. 또한 Hanks 장애는 기기사용 빈도가 높은 오전시간(8~9 시대)과 저녁시간(6~10 시)에 집중해 발생하고 있었으나, 이 시간대에 출동이 지연돼 고객의 클레임이 가중되고 있었다. 문제의 해결을 위해 에스원은 삼성경제연구소와 공동으로 식스시그마 경영혁신을 수행하였다.

당시까지 에스원에서 관리해 오던 Hanks 장애출동률 지표는 CD/ATM 기 대수에 상관없이 사이트별 출동률로 관리하고 있어 출동률에 대한 착시 가능성이 있었다. 즉, 관리사이트의 CD/ATM 기기수가 1 대이든 10 대이든 1 번의 출동이 발생할 때마다 동일한 수준의 불량이 발생한 것으로 인식하고 있었다. 이에 따라, Hanks 장애출동률에 CD/ATM 기기수가 반영되도록 지표를 새롭게 정의하였다. 새로운 지표를 사용하여 최근 6 월간의 Hanks 장애출동 데이터를 수집 해 다양한 통계분석을 실시하였다. 분석 결과, 장애출동에 유의한 인자는 은행의 종류, 점포유형, 사이트 당 기기대수, 기기제조 회사의 종류로 판명되었으며, 전체출동의 85%가 기기장애, 현금걸림, 카드걸림, 입금장애, 설비문제인 것을 알 수 있었다.

출동원인을 크게 내부, 프로세스 문제, CD 기기 및 설비문제, 고객(사용자, 은행) 문제 등으로 구분하고, 먼지 및 이물질, 방범/Hanks 물건의 관리 미흡, 콜 센터 직원의 응대능력 미흡, 고객실수 방지 노력 미흡 등이 관리 가능한 세부 핵심인자들로 파악되었다. 또한 시간대별 출동량을 고려하지 않은 인력 활용, 은행별 신호 접수체계 및 장애코드의 상이함, 출동 프로세스의 비표준화, Hanks 관련 정보관리 체계의 미흡 등이 Hanks 관리체계 상의 핵심인자로 파악되었다. 아래의 표는 각각의 핵심인자에 대한 개선안이다.

에스원(012750) 리서치 보고서 | 2009-01-20

Vital X's 및 문제점	개선항목		개선안
• 먼지 및 이물질 • 방범 Hanks 물건의 관리 미흡 • 콜 센터 여직원들의 응대 능력 미흡 • 자가진단 스케줄 • 고객실수방지 노력 미흡	Hanks 출동 감소	CD/ATM 기기	• 주기적 청소 및 관리 • Fool Proof 시스템 구축 • ROM 교체
		프로세스	• 방범장애 출동방지 • Call Center의 Hanks 전담 인력 배치 및 교육강화 • 자가 진단 시간 변경
• 출동량을 고려하지 않은 인력 활용 • 특정 시간대 중복출동 집중 • 은행별 신호접수체계 상이 • 출동 프로세스의 비표준화 • 기기/영업/출동등의 Hanks 정보 관리 체계미흡	Hanks 관리체계 확립	CD/ATM	• CRT 번호 및 계약처명 부착
		프로세스	• HE 인력 최적화 • 운영효율화로 중복출동 개선 • 장애코드 통합 및 재설계 • MIS, 관제 Data 통합 관리 • HE 장애처리 종료보고 • Hanks 의 과학적인 용역료 프로그램 개발

<제목 : 핵심인자에 대한 개선안, 자료출처 : 삼성경제연구소>

프로젝트팀이 장애출동 감축을 위해 도출한 대안들은 아주 기본적인 것들이었지만, 그 효과는 매우 높았다. 특히, Hanks 기기의 청소를 위해 강남본부 13 개 지사에 "송풍기"를 시범적으로 배부하여 CD/ATM 기기 상의 먼지 및 이물질을 제거하는 활동을 실시한 결과, 출동률을 줄이는데 큰 효과를 보았다. 또한 CD/ATM 기기와 설비 사이의 틈새를 실리콘으로 메워 고객이 카드를 빠뜨리는 실수를 방지한 Fool System 구축도 효과가 높았다. 관제 및 콜센터 직원들의 Hanks 제공업무가 미숙하여 불필요출동을 지시하는 문제도 교육을 통하여 개선하였다. 또한 Hanks 관리체계 확립을 위한 개선안 중 프로세스 시뮬레이션 기법을 이용하여 요일별, 시간대별 출동률을 고려한 인력 최적 활용방안을 마련하였다.

장애출동률 감축으로부터 얻을 수 있는 재무적인 효과를 출동에 직접 소요되는 유류대, 통신비 등 출동원가만으로 산정한 결과, 연간 약 17 억원의 코스트를 절감하였고, 출동인력의 효율적인 활용을 통한 고객만족도 향상, 출동률과 연계한 용역료 산정 기준의 마련, 출동 프로세스의 표준화 등 다양한 체질개선 효과를 가져왔다.

3. 강력한 에스원의 브랜드 및 경쟁기업 분석(에스원의 경쟁력)

에스원이 보안서비스업계에서 높은 이익을 내면서 성공할 수 있었던 것은 막강한 브랜드 파워를 바탕으로 소비자들의 신뢰를 얻었기 때문에 가능했습니다. 앞서 말했듯이 보안서비스업계의 메이저 3 사는 에스원, 캡스, KT 텔레캅입니다. 이 중 에스원은 단연 독보적인 위치를 점하고 있습니다. 한국능률협회에서 매년 발표하는 브랜드파워조사의 방범보안서비스 분야 3 년 연속 1 위를 하였습니다.

14	방범보안서비스	세콤	㈜에스원	3년 연속 1위

<제목 : 한국브랜드파워 에스원, 자료출처 : 한국능률협회>

에스원은 창립한지가 오래 되었는데 왜 3 년 연속밖에 못했냐면 방범보안서비스가 브랜드파워 조사부분으로 편입된 지 3 년밖에 안되었기 때문입니다. 앞으로도 꾸준히 방범보안서비스 분야에서 1 위를 차지할 수 있을 것이라고 생각합니다.^^ 우선 캡스와 텔레캅에 대해 간단히 소개하고 에스원과 비교를 통해 에스원의 경쟁력을 알아보도록 하겠습니다.

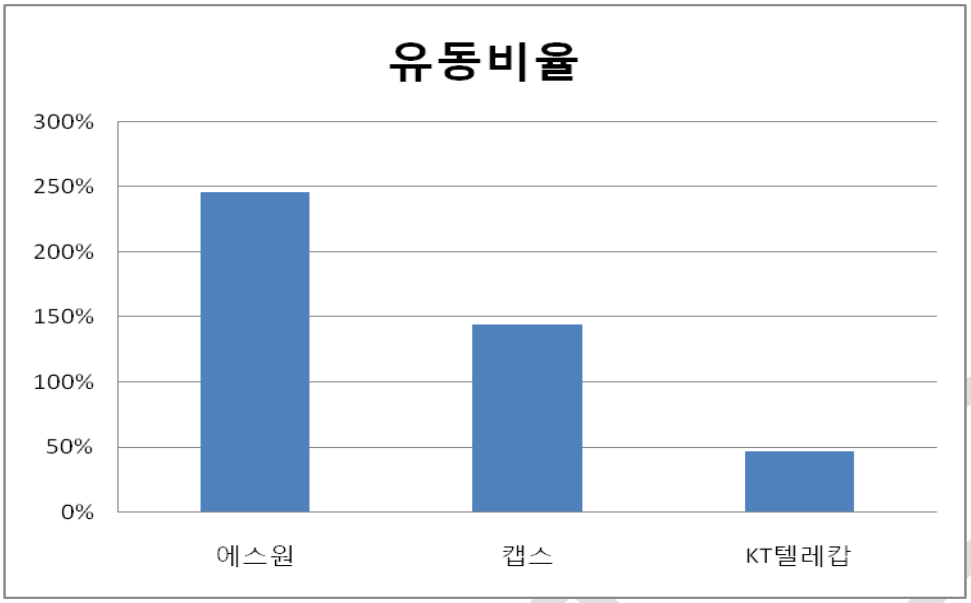
먼저 ADT 캡스부터 알아보겠습니다. ADT 는 미국 TYCO 그룹의 계열사입니다. TYCO 그룹은 세계 100 여 개국에 진출해있는 다국적기업으로 플라스틱관련사업, 전자부품 및 시스템, 의료장비 및 의료사업, 방재-경비시스템업 등 다양한 분야의 사업을 영위하고 있습니다. 그 중 방재-경비시스템 보안서비스를 제공하는 계열사 ADT 는 1890 년 설립되어 100 년이 넘는 역사를 자랑하고 있으며 위 그림의 로고에서도 확인할 수 있지만 미국을 비롯하여 세계 시장점유율 1 위의 탄탄한 기업입니다. 한국에서 보안서비스업을 영위하는 ADT 캡스는 한국의 캡스를 미국의 ADT 가 인수하여 탄생한 법인입니다. 한국에서는 에스원에 이어 점유율 2 위를 기록하고 있습니다.

다음으로 KT 텔레캅입니다. KT 텔레캅은 1994 년 KT 와 경찰청의 공동개발을 통해 출범하였습니다. KT 의 전화, 통신네트워크망을 활용하여 단기간에 기술을 확보하고 영업이 가능했던 것으로 추정됩니다. 현재 업계 점유율 3 위를 지키고 있습니다.

그러나 KT 텔레캅은 작년에 불미스러운 사건을 겪었습니다. 모두들 아시는 숭례문 화재사건입니다. KT 텔레캅에서는 문화재 지킴이 캠페인을 벌이면서 영업력을 확장하려고 했습니다. 그 과정에서 일정부분 로비와 정치적인 힘도 작용했던 것으로 보입니다. 원래 숭례문은 에스원에서 담당하고 있었습니다. 6 개월 정도의 서비스계약기간이 남은 시점에서 문화재청에서는 에스원에 계약해지를 통보합니다. 이유는 다른 경비업체와 계약을 맺었다는 것이었는데 바로 그 업체가 KT 텔레캅이었습니다. 당시 KT 텔레캅이 문화재청에 계약조건으로 내세운 것은 5 년간 서비스이용료면제, 기존계약업체 위약금 지급, 우수한 보안, 방범서비스 제공이었습니다. 문화재청에서는 돈이 적게 드는 KT 텔레캅과 계약을 하면서 에스원과 계약을 해지했습니다. 그리고 정확히 10 일 후 숭례문 화재가 발생했습니다. 그 후 KT 텔레캅 본사 압수수색부터 시작하여 문화재청, 소방청 등 관련 공무원들이 진상조사를 받았습니다.

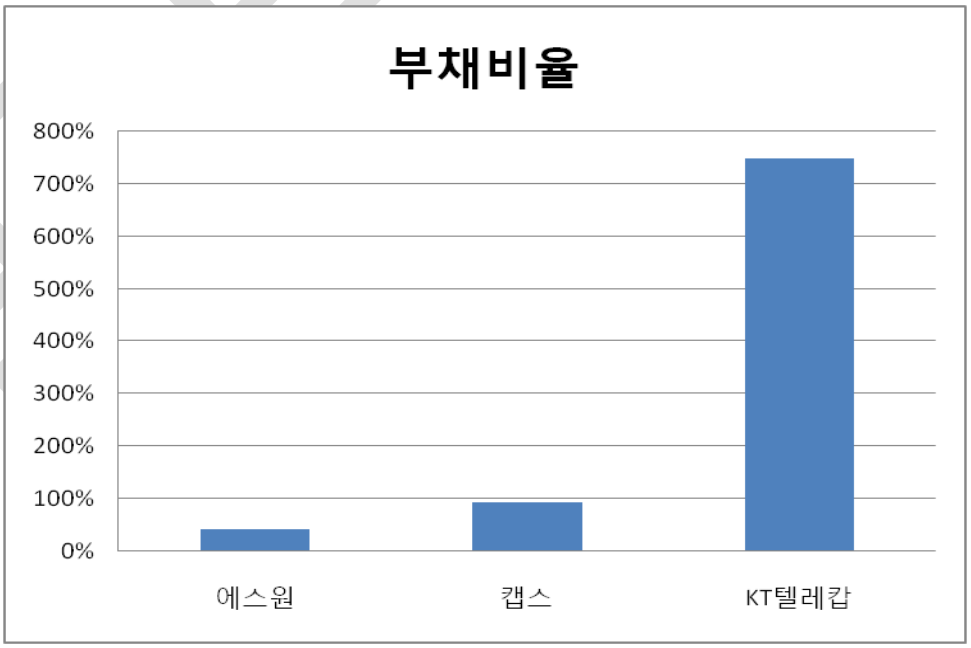
<제목 : KT 텔레캅의 사회공헌 활동 마케팅, 자료출처 : KT 텔레캅 홈페이지>

숭례문 화재사건은 2008 년 우리나라 국민들이 무엇보다 가슴 아파하였던 불미스러운 사건이었습니다. 에스원은 이 사건을 통하여 어느 정도 긍정적인 혜택을 보았을 거라고 개인적으로 생각해봅니다. 이렇게 보안서비스는 이제 우리 생활과도 밀접하게 연결되어 있고 국보를 안전하게 지키는 역할까지 하고 있습니다. 앞으로 다시는 이런 불미스런 일이 발생하지 않았으면 좋겠습니다. 숭례문화재사건을 통하여 KT 텔레캅은 그 이미지에 많은 타격을 입었습니다. 그리고 국민들 역시 보안, 방범, 방재의 중요성을 다시 한번 느꼈을 거라 생각합니다. 보안서비스업의 핵심은 품질입니다. 감지 및 통제가 잘 되어야 하고 비상상황 발생시 신속한 출동이 가능해야 합니다. 에스원이 국민들에게 신뢰를 받고, 우수한 브랜드로 자리매김한 것은 에스원의 서비스 품질 경쟁력이 그만큼 뛰어났기 때문입니다. 에스원은 캡스, KT 텔레캅과 비교했을 때 수익성 및 재무구조에서 압도적으로 뛰어난 모습을 보이고 있습니다. 3 사의 재무상태 및 영업현황을 살펴보도록 하겠습니다.



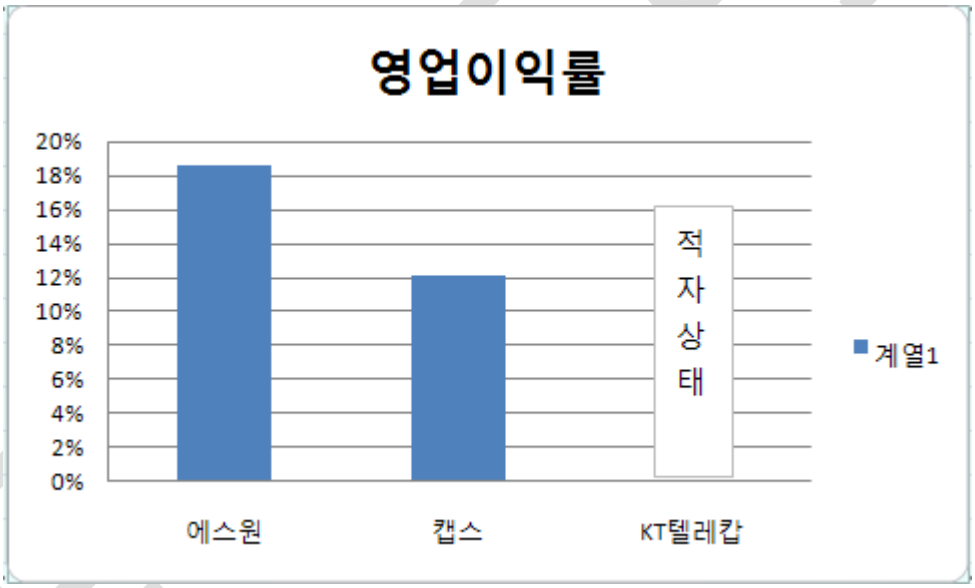
<제목 : 3 사 유동비율, 자료출처 : 투자클럽 골든구스 / 각 회사 감사보고서>

유동비율을 살펴보시면 에스원의 경우 246%, 캡스의 경우 144%, KT 텔레캅의 경우 47%입니다. 유동비율이 높다는 것은 그만큼 영업을 통해 현금을 많이 창출하고 있다는 뜻이고, 재무구조가 안정되어 있다는 것을 직접적으로 드러내는 수치입니다. 유동비율이 높은 회사는 불황이나 위기상황에서도 버틸 수 있는 체력을 가진 기업입니다.



<제목 : 3 사 부채비율, 자료출처 : 투자클럽 골든구스 / 각 회사 감사보고서>

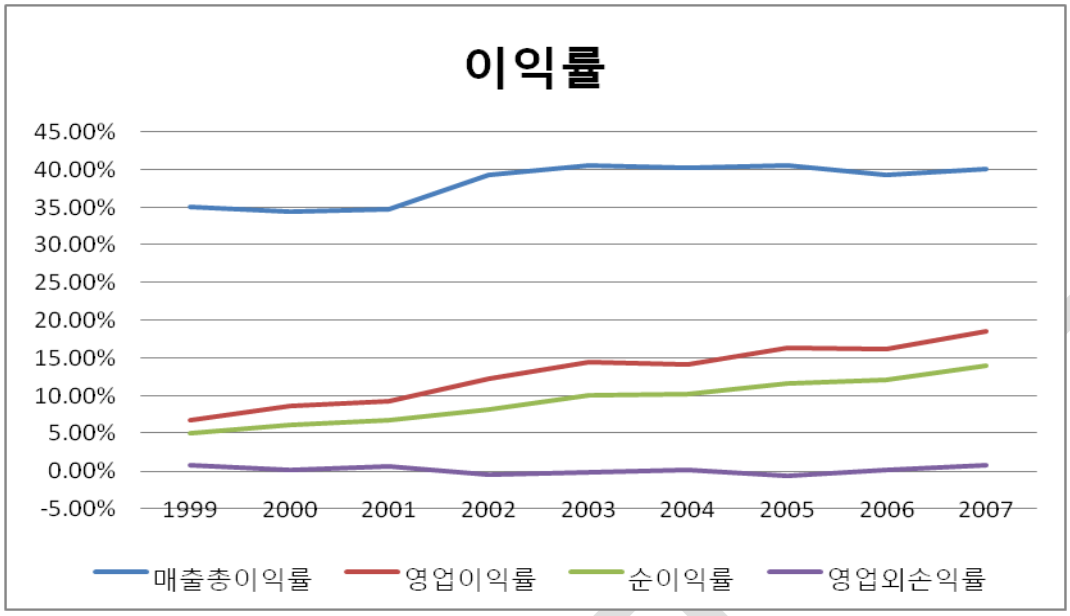
부채비율은 유동비율과 반대의 의미로 생각하시면 됩니다. 즉, 부채비율이 높으면 그만큼 기업재무상태가 열악하고, 보이지 않는 위험을 내포하고 있다고 볼 수 있습니다. 부채가 무조건 나쁜 것은 아닙니다. 사업을 확장하거나 필요한 투자를 하기 위해 부채를 사용하는 것은 긍정적으로 평가할 수 있습니다. 그러나 그 한도가 지나치면 독이 됩니다. 그리고 KT 텔레캅의 경우 자기자본대비 700%가 넘는 부채비율을 보이고 있는데 아래에서 살펴보겠지만 영업적자 상태입니다. 이는 주주자본만으로는 기업이 버틸 수가 없어 부채를 통해 생명을 연장하고 있는 것으로 밖에 볼 수 없습니다. 말기암환자가 진통제에 의존하고 있는 모습과 흡사합니다. 이에 비해 에스원의 부채비율은 매우 낮은 것을 볼 수 있습니다. 에스원의 경우 회계적인 부채가 계상되어 있지만, 차입금은 없는 무차입 경영을 하고 있습니다. 회계적으로 계상되어 있는 부채 역시 에스원의 경우에는 전혀 걱정할 것이 없습니다. 기업이 영업을 하다 보면 어쩔 수 없이 재무제표에 계상되어야만 하는 부채계정들이 존재합니다. 에스원의 부채계정들에 대해서는 아래 재무분석에서 상세하게 살펴보도록 하겠습니다.



<제목 : 3 사 영업이익률, 자료출처 : 투자클럽 골든구스 / 각 회사 감사보고서>

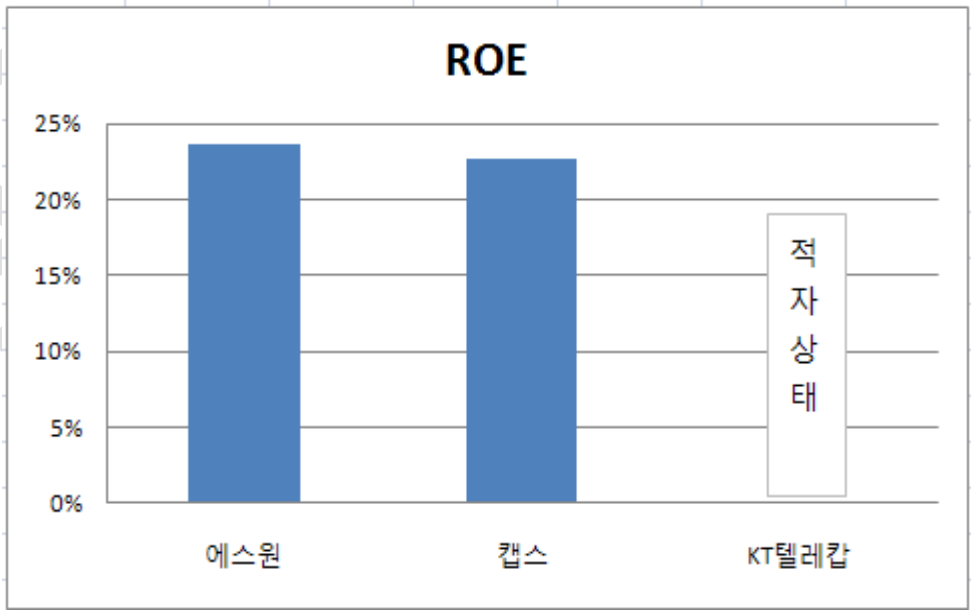
3 사의 영업이익률을 살펴봐도 에스원이 압도적으로 우위에 있다는 것을 알 수 있습니다. 영업이익은 회사의 매출에서 매출원가, 판매관리비를 차감한 이익으로 매출대비 얼만큼의 이익을 얻고 있는지를 나타내는 지표입니다. 똑같이 10 만원을 받고 보안서비스를 제공한다고 가정했을 때, 에스원은 약 1 만 8 천원의 이익이 남고, 캡스는 1 만 2 천원 정도의 이익이 남는 반면, KT 텔레캅의 경우에는 남는 돈이 없고 오히려 손해를 보고 있습니다. 특정회사의 영업이익률이 높다는 것은 사업을 하기 위한 제반시스템 및 환경이 잘 갖추어져 있다는 것입니다. 그리고 타사대비 높은 영업이익률을 나타내는 것은 원가절감, 규모의 경제 달성, 우수한 브랜드 등 전반적인 영업환경 자체가 우수하다는 것을 의미합니다. 3 사의

영업이익률만 살펴봐도 에스원이 얼마나 시장시배적인 위치에 있는지 대충 짐작해 볼 수 있습니다. KT 텔레캅의 경우 적자상태가 지속되어 영업이익률 산정이 불가능합니다. 참고로 에스원의 이익률 추이를 아래 제시하겠습니다.



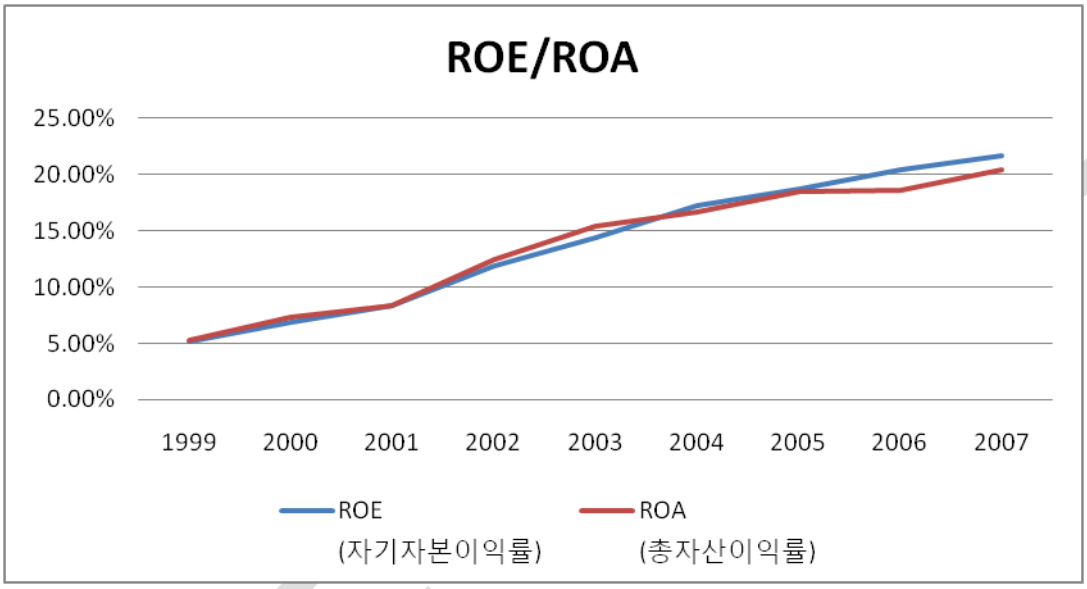
<제목 : 에스원 이익률추이, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

에스원의 이익률은 매년 높아지고 있습니다.

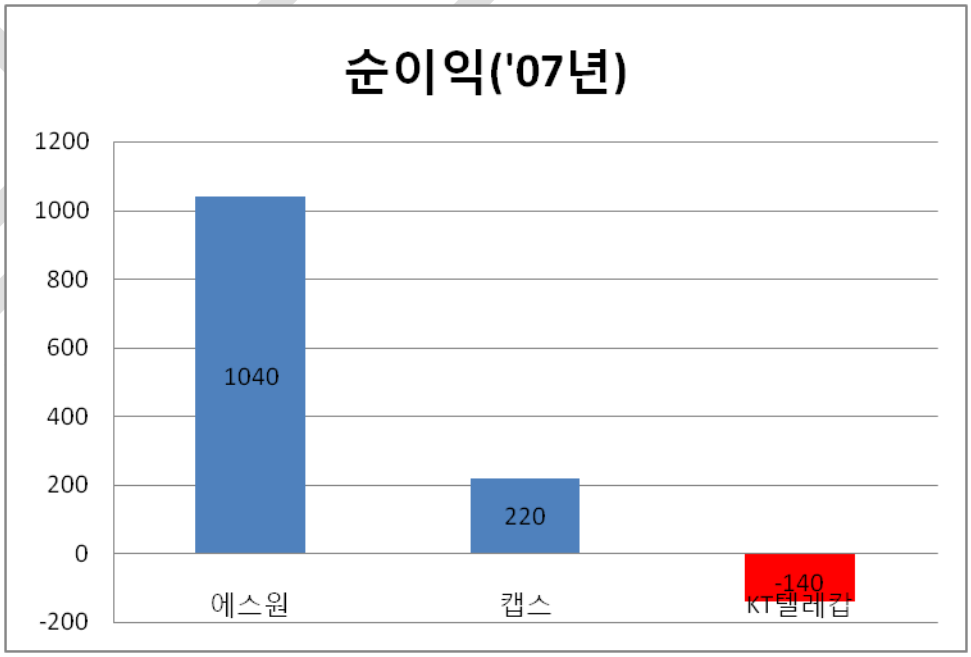


<제목 : 3 사 자기자본이익률, 자료출처 : 투자클럽 골든구스 / 각 회사 감사보고서>

기업의 종합성적표라고 하는 ROE 역시 에스원이 경쟁사에 비해 높습니다. 캡스랑 ROE 에서 큰 차이가 나지 않는 것은 부채비율의 차이에서 기인한 것으로 추정됩니다. 위에서 본 것처럼 에스원의 경우 부채가 거의 없는 상태입니다. 그런데 25%에 가까운 자기자본이익률을 기록하고 있습니다. 에스원의 경쟁력입니다. KT 텔레캅은 적자상태가 지속되어 ROE 또한 산정이 불가능합니다. 참고로 에스원의 ROE/ROA 현황 그래프를 아래 제시하겠습니다. 지속적으로 높아지고 있습니다.



<제목 : 에스원 ROE/ROA 추이, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>



<제목 : 3 사 순이익비교, 자료출처 : 투자클럽 골든구스 / 각 회사 감사보고서>

마지막으로 3 사의 순이익을 살펴보겠습니다. 부연설명이 필요하지 않을 정도입니다. 기업의 자본금 규모에는 차이가 있겠지만 똑같이 1 년 동안 장사를 했을 때 벌어들이는 돈입니다. 현명한 투자자라면 어떤 기업에 투자할까요?^^(단위는 억원입니다) KT 텔레캅의 140 억 순손실이 눈에 들어오는군요^^; 2007 년 캡스의 매출액은 3,000 억을 조금 상회하고, 에스원은 매출은 7,400 억 정도 기록했습니다. 그런데 순이익은 거의 5 배 가까이 차이가 납니다. 이것만 봐도 에스원이 경쟁사에 비해 얼마나 수익성이 높은 영업을 하는 지를 볼 수 있습니다.

4. 경영진 분석

경영진 분석은 접근하기가 상당히 어려운 부분입니다. 일단 정보를 얻을 수 있는 방법이 거의 없습니다. 신문기사를 전체적으로 검색해봤지만 유용한 정보는 없었습니다. 경영진은 상세하게 분석하는 것은 무리가 있고, 사장을 중심으로 전체적인 틀만 짚어보고 가도록 하겠습니다. 에스원 직원사고 문제로 이우회 사장 사퇴 이후 노인식 사장이 부임해 경영을 했습니다.

노인식 기업인
출생 1951년 1월 19일
소속 에스원 (대표이사 사장)
학력 성균관대학교 법학 학사
경력 2007년 10월 에스원 대표이사 사장
1997년 삼성그룹 인사팀 팀장
삼성전자 인사부 부장

<제목 : 에스원 사장 노인식, 자료출처 : 네이버 인물정보>

노인식 사장은 1977 년 삼성에 입사했습니다. 그 후 삼성전자 인사부 부장을 거쳐, 삼성그룹 전략기획실 인사팀 팀장(부사장) 이후 에스원 사장으로 부임해 에스원을 경영하였습니다. 현재 삼성그룹에는 존재하지 않는 조직이지만 과거 삼성그룹에는 전략기획실(구조조정본부)이 있었습니다. 흔히 '구조본'이라는 명칭으로 불립니다. 삼성그룹은 지주회사 체제는 아니지만 그룹 전체의 경영전략과 임원인사를 모두 전략기획실(구조본)에서 담당하고 있습니다. 외환위기 이후 구조조정을 지휘했으며, 삼성그룹 전체의 자원배분을 담당하였습니다. 노인식 사장은 구조본의 인사팀장(부사장)을 했었는데 그룹내의 모든 임원인사를 담당하였습니다. 삼성 임원들의 경력관리부터 신상필벌이 노인식 사장의 주임무였습니다. 이우회 사장이 직원사고 문제로 불미스럽게 사퇴를 함에 따라 직원들의 교육문제가 중요하다고 판단되어 구조본 인사팀장을 했던 노인식 사장을 에스원 대표이사로 발령 낸 것이 아닌가 추측해 봅니다. 노인식

사장 부임 이후에 에스원과 직접적으로 관련된 경영개혁 조치나 눈에 띌 만한 경영능력이 드러난 것은 없는 것으로 보입니다.

며칠 전 2009 년 1 월 16 일, 삼성그룹의 인사이동에 따라 노인식 사장은 삼성중공업 대표이사로 발령을 받았습니다. 에스원의 신임사장에는 서준희 전 삼성증권 부사장이 내정되었습니다.

서준희 ▸인물정보 더보기

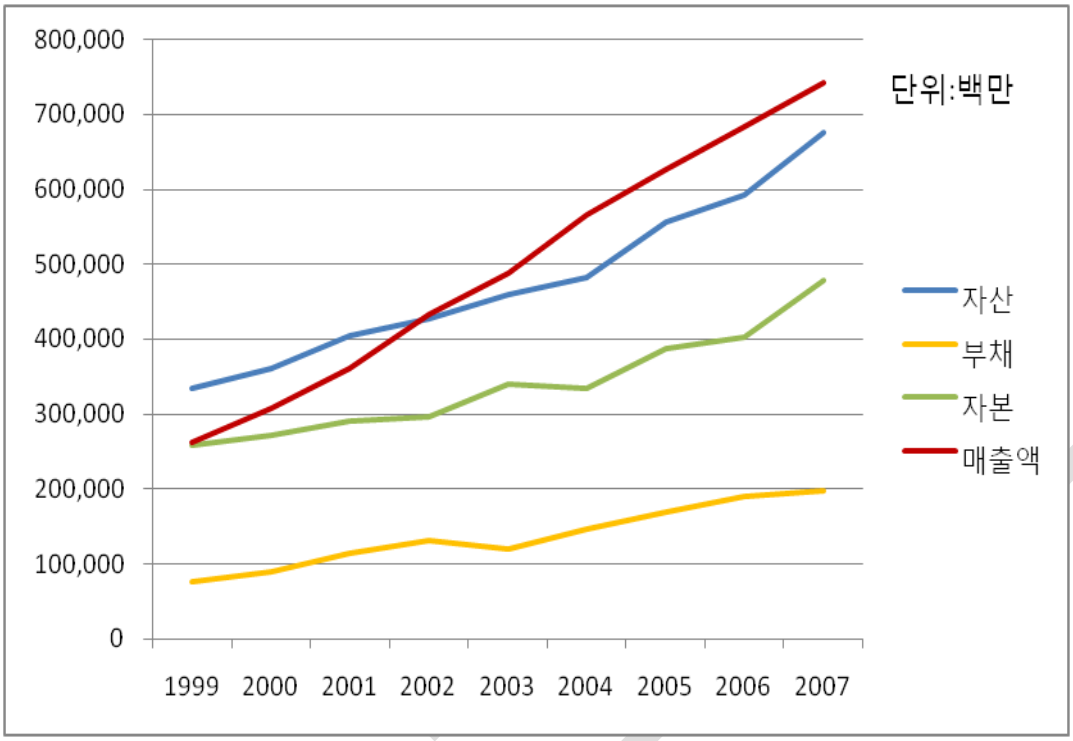
출생 : 1954년 2월 16일
직업 : 기업인, 전 보험인, 전 증권인
소속 : 에스원 대표이사사장

<제목 : 에스원 신임사장 서준희, 자료출처 : 네이버 인물정보>

서준희 에스원 신임사장은 삼성전관, 삼성생명, 삼성자동차를 거쳐 삼성생명 전무, 삼성증권 부사장 이후 에스원 사장으로 부임하였습니다. 역시 의미 있는 정보는 수집하지 못하였습니다. 삼성그룹의 인사조치로 인해 신임 내정된 서준희 사장이 에스원에서 어떤 활약을 펼칠지 관심을 가지고 지켜볼 부분입니다.

Ⅲ. 재무분석

재무분석에서는 기본재무제표를 토대로 유의미한 정보를 추려 가공한 자료와 실제 재무제표, 사업보고서 및 감사보고서의 자료 등 많은 자료들이 제시될 것입니다. 이해의 편의상 자료제시 후 관련자료의 부연설명이 이어집니다. 보고서를 보실 때 반드시 관련자료들과 같이 보실 것을 당부 드립니다. 에스원의 재무분석은 전체적인 추세분석을 먼저 제시하고, 세부적으로 재무제표를 살펴보는 방식으로 살펴보도록 하겠습니다.



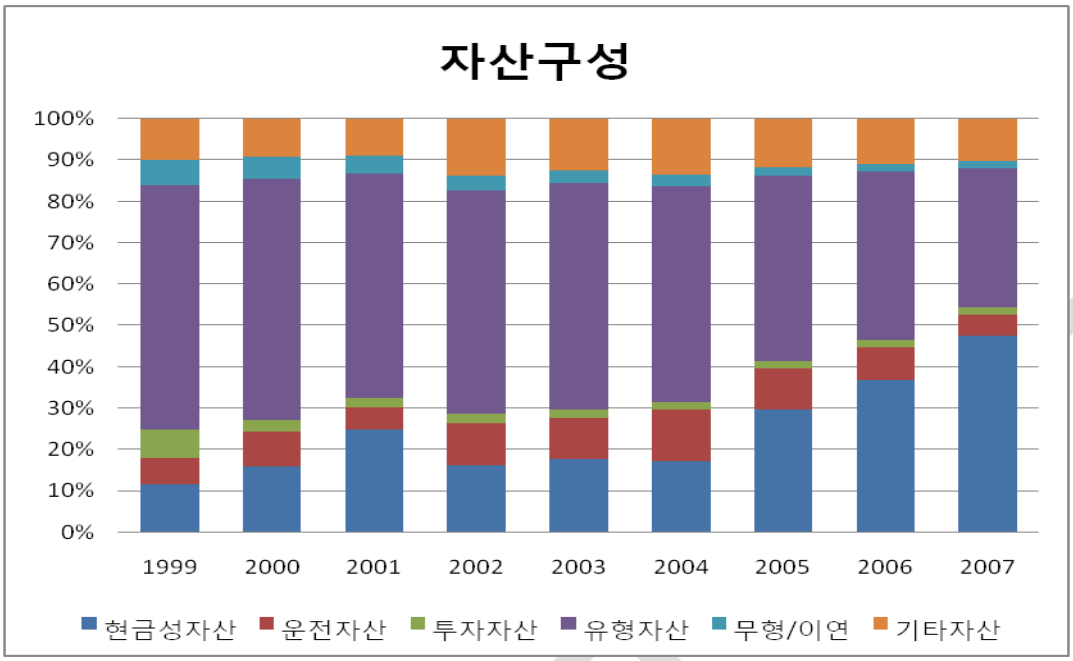
<제목 : 자산/부채/자본/매출액 추이 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

위의 그림을 보면 자산과 자본, 매출액이 꾸준히 증가하고 있습니다. 부채 역시 과거에 비해 증가하긴 했으나 자산, 자본, 매출액에 비하면 미미한 수치입니다. 다시 살펴보겠지만 에스원은 무차입경영을 하고 있는 재무상태가 우수한 기업으로 부채는 크게 고려할 요인이 되지 못합니다.

위 그래프는 꽤 중요한 의미를 가지는데 매출액이 자산의 규모를 돌파했다는 것입니다. 기업의 재무활동은 자본조달과 투자활동으로 나누어 볼 수 있습니다. 얼만큼 낮은 비용으로 자금을 조달하고, 그 자금을 어디에 투자하느냐 이것이 기업재무의 핵심이라고 할 수 있습니다. 그 결과는 기업의 자산상태에 영향을 미치고, 기업이 보유한 자산이 수익창출에 기여를 합니다. 에스원의 경우 자산의 효율성이 뛰어나다고 볼 수 있습니다. 기업이 보유한 자산보다도 많은 액수의 매출을 창출하고 있는 모습입니다. 제가 많은 수의 기업을 분석한 것은 아니지만 매출액이 자산규모를 넘어서는 경우는 거의 보지 못했습니다. 그만큼 자산에 대한 효율적인 투자가 이루어졌다고 볼 수 있습니다. 또 하나 살펴볼 것은 주주자본이 부채보다 크며, 증가속도 역시 빠르다는 것입니다. 이는 그만큼 기업이 주주를 위한 영업을 하고 있다는 의미로 볼 수 있습니다.

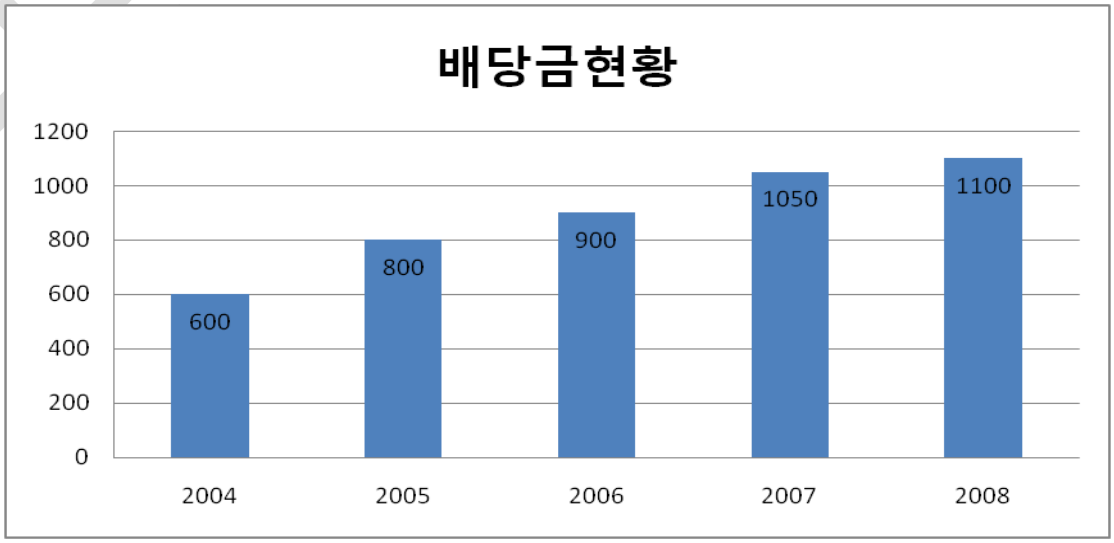
다음으로 에스원의 자산구성을 잠깐 살펴보겠습니다. 자산의 구성비율을 아래 그림을 통해서 알아볼 수 있습니다. 유형자산의 비중이 점차 줄어들면서 현금성자산의 비중이 커지고 있습니다. 이는 투자가

전체적으로 이루어져서 영업을 통하여 생기는 현금을 축적하고 있다는 의미로 해석할 수 있습니다. 에스원의 현금흐름을 통해서도 영업현금흐름이 꾸준히 증가하고 있다는 것은 확인할 수 있습니다.



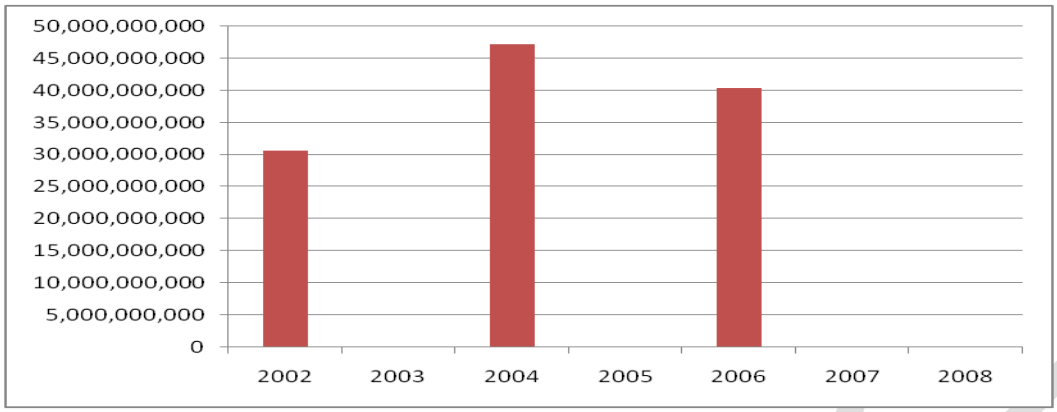
<제목 : 자산구성비율, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

투자지출에 큰 비용이 들지 않으면서 영업을 통한 현금을 꾸준히 축적하면서 금융상품 등에 투자하여 또 다시 수익을 창출하는 긍정적 피드백이 일어나고 있습니다. 작년 한해 이자수익을 통해 벌어들인 수익만 120 억 가량입니다. 이렇게 안정적인 재무구조를 가진 기업은 주주를 위한 이익환원에도 적극적입니다. 대표적으로 배당금과 자사주매입을 들 수 있습니다.



<제목 : 배당금증감추이, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

취득목적1	주식의 가격 안정
취득목적2	자기주식 매입을 통한 주주중시 경영 실천
기 타	-



<제목 : 자사주매입현황, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

에스원은 주주들을 위해 배당금을 꾸준히 늘려왔으며, 주식의 가격안정과 주주중시 경영을 실천하기 위하여 자사주 매입을 실시하였습니다. 이것은 에스원의 우수한 재무상태가 뒷받침되기에 가능한 것입니다.

지금까지 대차대조표의 전체적인 형태는 살펴봤습니다. 간략하게 정리하자면 자산과 자본이 빠르게 증가하고 있고, 특히 현금성자산의 비중이 지속적으로 높아지면서 재무구조 자체가 안정적입니다. 안정적인 재무구조를 바탕으로 배당금을 꾸준히 늘려왔고, 자사주매입을 통한 주주의 가치증대에도 힘쓸 수 있었다고 요약할 수 있습니다. 이제 대차대조표의 구체적인 모습을 살펴보도록 하겠습니다.

(단위 : 원)

과 목	제32기 3분기말	제31기말	제30기말
자산			
Ⅰ.유동자산	419,346,077,077	356,381,330,902	264,899,287,429
(1)당좌자산	405,314,383,210	342,077,605,171	249,299,720,307
1.현금및현금성자산	80,320,715,240	87,989,224,203	80,427,424,358
2.단기금융상품	282,500,000,000	225,500,000,000	131,500,000,000
3.매출채권(주9)	24,077,948,296	20,792,190,443	31,111,342,438
대손충당금	(2,432,967,444)	(1,783,979,631)	(2,898,762,072)
4.미수금	4,238,206,476	4,028,678,520	4,117,443,018
대손충당금	(42,382,064)	(40,286,785)	(41,174,430)
5.미수수익	6,303,505,507	2,298,506,840	1,129,565,870
6.선급금	52,721,100	593,456,100	37,947,000
7.선급비용	8,966,248,516	1,218,145,330	1,100,658,131
8.단기대여금	10,000,000	10,000,000	10,000,000
9.유동성이연법인세자산	1,320,387,583	1,471,670,151	2,805,275,994

<제목 : 에스원 대차대조표 No.1 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

위의 대차대조표를 보겠습니다. 유동자산이 빠른 속도로 늘고 있습니다. 현금 및 단금금융상품 역시 늘어나고 있습니다. 이미 앞에서 다 살펴본 내용이라 새로울 것은 없습니다.^^;

금액만 잠깐 보고가면 현재 현금이 약 800 억정도, 단기금융상품이 2,825 억입니다. 유동자산의 액수가 무려 4,200 억 가까이 됩니다.

그리고 살펴볼 것은 대손충당금입니다. 대손충당금은 회사가 물건을 팔거나 서비스를 제공할 때 외상거래를 한 후 아직 못 받은 돈 중에서 받지 못할 가능성이 있는 금액을 말합니다. 예를 들어 골든구스에서 실버구스에 주식투자자문서비스를 제공하고 100 만원을 받기로 했다고 가정해 보겠습니다. 이 경우 대차대조표에 받을 돈 100 만원 중에서 5 만원 정도는 못 받을 수도 있는 돈이라고 미리 표시를 하는 것입니다. 영업을 하다 보면 거래회사가 부도가 날 수도 있고, 파산할 수도 있으니 그럴 위험을 미리 반영하여 보수적으로 회계처리하는 것입니다.

에스원의 경우 매출채권과 미수금에 대한 대손충당금을 10%씩 설정하고 있습니다. 이는 전체적으로 봤을 때 꽤 높은 수치입니다. 이것은 에스원이 10%의 금액을 받지 못한다는 것이 아닙니다. 받을 돈이 100 만원인데 대손충당금을 5%로 잡으면 5 만원이 되고, 10%로 잡으면 10 만원이 됩니다. 5%일 때는 자산이 95 만원(100 만원 - 5 만원)이고, 10%일 때는 90 만원(100 만원 - 10 만원)입니다. 그만큼 대차대조표를 안 좋게 보이게 만듭니다. 대손비율은 보수적으로, 될 수 있으면 높게 측정하는 것이 만약의 사태에 큰 충격이 없습니다. 하지만 대부분의 기업들은 당장 눈 앞에 보이게 될 대차대조표의 상태를 좋게 만들어야 하기 때문에 가능하면 대손률을 낮게 가져가려 하는 것입니다. 국내 대표기업인 삼성전자의 경우 약 5~6% 내외, 포스코의 경우 10%를 설정하고 있습니다. 재무구조가 어느 정도 안정되어 있다는 기업도 5% 이상 가져가는 일은 드물 것입니다. 에스원은 대손추정률을 10%로 설정 할만큼 기업의 재무상태에 자신감을 나타내는 것입니다.

그 외 5. 미수수익 ~ 9.유동성이연법인세자산은 중요성이 떨어지는 부분이므로 패스합니다.

(2)재고자산	14,031,693,867	14,303,725,731	15,599,567,122
1.저장기기	8,427,924,436	7,746,851,585	8,327,029,515
2.공사기기	5,603,769,431	6,556,874,146	7,086,402,660
3.미성공사			186,134,947

<제목 : 에스원 대차대조표 No.2 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

에스원의 재고자산은 주로 경비시스템기기, CCTV 등 보안서비스 제공에 필요한 부품들입니다. 이는 서비스 요청이 들어왔을 때 즉시 설치, 양질의 서비스를 제공하기 위해 상시 일정한 양을 보유하고 있는 것으로 추정됩니다. 그리고 금액 역시 큰 수준은 아니므로 넘어가도 될 것 같습니다. 그냥 3 년치 재무제표지만 재고금액이 줄어들고 있다는 점에서 자산의 회전율상 긍정적으로 볼 수 있겠습니다.

II.비유동자산	301,259,150,314	319,437,531,064	327,925,216,879
(1)투자자산	13,117,475,932	12,313,936,739	10,066,032,662
1.장기금융상품(주3)	8,000,000	8,000,000	8,000,000
2.매도가능증권	1,544,695,740	1,352,080,740	1,472,011,260
3.지분법적용투자주식(주4)	11,564,780,192	10,953,855,999	8,586,021,402

<제목 : 에스원 대차대조표 No.3 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

다음으로 비유동자산입니다. 에스원의 비유동자산은 대부분이 지분법적용투자주식입니다. 그 외 매도가능증권이 소액 존재합니다. 장기금융상품 8 백만원은 그냥 당좌예금보증금으로 쓰이는 것입니다. 전혀 신경 쓸 것이 못됩니다.(아래자료)

(단위:원)				
계 정 과 목	**예금의 종류**	**은 행 명**	**금 액**	**사용제한내용**
			당 분 기	
장기금융상품	당좌개설보증금	우리은행 등	8,000,000	당좌개설보증금

<제목 : 장기금융상품 용도(주석) 자료출처 : 에스원 사업보고서(검토보고서 내 주석)>

매도가능증권도 살펴봤지만 큰 중요성이 없습니다. 매도가능증권 중 절반은 시장성이 없는 지분증권입니다. 일반 상장주식이야 주가변동에 따른 차익이 생기기 때문에 살펴볼 필요성은 있으나 시장성이 없는 경우 공정가액으로 평가가 불가능해 취득원가로 평가하기 때문에 금액의 변동이 없다고 보면 됩니다. 따라서 크게 신경 쓸 필요가 없습니다. 또한 에스원의 사업보고서에서도 매도가능증권의 피투자회사에 대한 언급이 없습니다.

매도가능증권의 나머지 절반은 국채 및 공채입니다. 1 년~5 년 사이의 국공채인데 만기에 따라 처분을 하는 것 같습니다. 이것 역시 국공채이기 때문에 중요성이 낮다고 판단됩니다.

에스원의 비유동자산은 지분법적용투자주식을 중심으로 보는 것이 적절하다고 생각합니다. 장부에 기록된 금액으로는 약 115 억 정도 됩니다.

					(단위:원)
회 사 명	주식수(주)	지분율	취득원가	순자산가액	장부가액
시큐아이닷컴(주)	6,000,000	53.18%	3,776,000,000	10,953,855,999	10,953,855,999

<제목 : 지분법적용투자주식 현황 자료출처 : 2007 년 에스원 감사보고서>

지분법피투자회사인 시큐아이닷컴㈜은 정보보호를 위한 소프트웨어와 하드웨어의 개발 및 공급, 자료처리, 데이타베이스, 인터넷사업 비즈니스모델 개발 및 기술공급등을 사업목적으로 하여 2000 년 3 월 20 일자로 설립되었으며, 서울특별시 강남구에 본점을 두고 있습니다. 시큐아이닷컴㈜은 에스원의 종속회사로서 정보보안서비스에 대한 개발 및 컨설팅을 하는 것으로 판단됩니다.

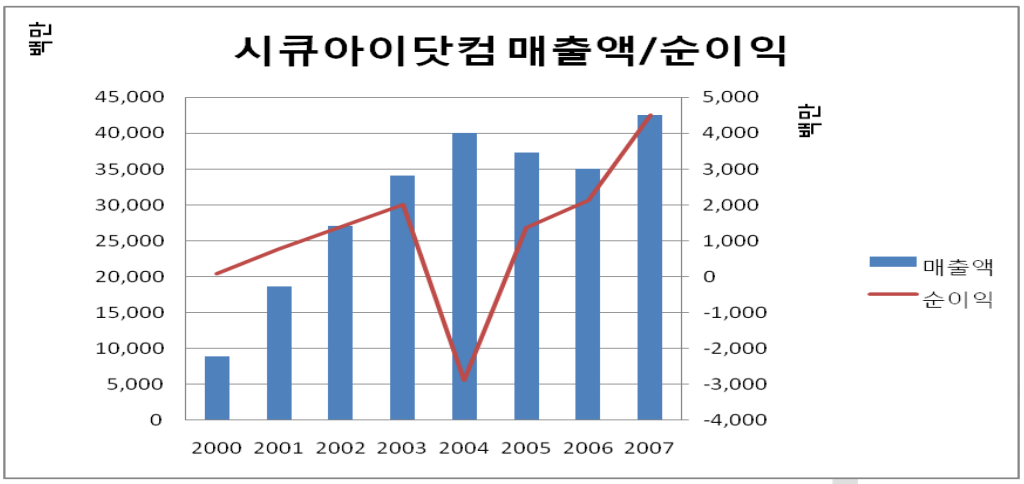
http://www.secui.co.kr/

회사 홈페이지 주소입니다.

주주명	소유주식수(주)	지분율(%)
(주)에스원	6,000,000	53.18
삼성에버랜드(주)	1,000,000	8.86
삼성에스디에스(주)	500,000	4.43
임직원	420,000	3.72
(주)신한은행	333,330	2.95
기타	3,028,210	26.86
계	11,281,540	100.00

<제목 : 시큐아이닷컴㈜ 주주현황 자료출처 : 2007 년 시큐아이닷컴㈜ 감사보고서>

2007 년 기준으로 시큐아이닷컴㈜의 매출액은 424 억원 / 순이익인 45 억원이었습니다. 따라서 에스원은 지분율(53.18%)만큼의 지분법이익을 얻었습니다. 금액은 약 23 억원 가량 됩니다.



<제목 : 시큐아이닷컴 매출액/순이익 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

시큐아이닷컴㈜의 감사보고서를 살펴본 결과 매출액과 순이익이 늘고 있습니다. 2005 년의 경우 매출액이 줄면서 적자를 보았는데, 그 이유는 파악하지 못했습니다. 2007 년에는 매출액과 순이익이 최고치를 기록하였습니다. 시큐아이닷컴㈜은 주로 삼성계열사과 거래가 많습니다. 그리고 에스원과는 비슷한 사업분야에서 서로 시너지효과를 내고 있습니다. 에스원이 가장 많은 지분이 가지고 있기에 시큐아이닷컴㈜이 발전한다면 미미한 액수지만 에스원이 손익에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단됩니다. 다음으로 유형자산입니다.

(2)유형자산(주5)	208,313,411,442	226,255,824,962	241,211,421,842
1.토지	50,340,956,595	50,629,131,080	50,629,131,080
2.건물	72,242,151,247	72,242,151,247	72,242,151,247
감가상각누계액	(13,597,156,174)	(12,506,649,709)	(11,052,587,349)
3.구축물	8,223,306,646	8,223,306,646	8,223,306,646
감가상각누계액	(3,364,701,382)	(3,114,691,084)	(2,781,344,020)
4.기계장치	1,025,635,143	1,025,635,143	1,025,635,143
감가상각누계액	(1,025,635,143)	(1,025,635,143)	(1,025,635,143)
5.경보기기	307,786,386,037	310,745,302,208	298,306,253,434
감가상각누계액	(222,308,962,477)	(208,520,096,345)	(184,636,161,278)
6.경보설비	27,877,057,754	28,103,968,503	28,247,432,619
감가상각누계액	(26,558,259,326)	(26,167,327,578)	(25,350,107,079)
7.차량운반구	5,717,071,974	5,466,593,423	5,416,810,482
감가상각누계액	(4,429,539,436)	(4,387,628,953)	(3,965,719,930)
8.공구기구비품	49,212,978,755	49,404,879,132	47,885,114,508
감가상각누계액	(44,842,884,020)	(45,760,391,320)	(43,900,891,485)
9.기타유형자산	1,003,153,424	1,003,153,424	1,003,153,424
감가상각누계액	(1,003,153,424)	(1,003,153,424)	(1,003,153,424)
10.건설중인자산	2,015,005,249	1,897,277,712	1,948,032,967

<제목 : 에스원 대차대조표 No.4 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

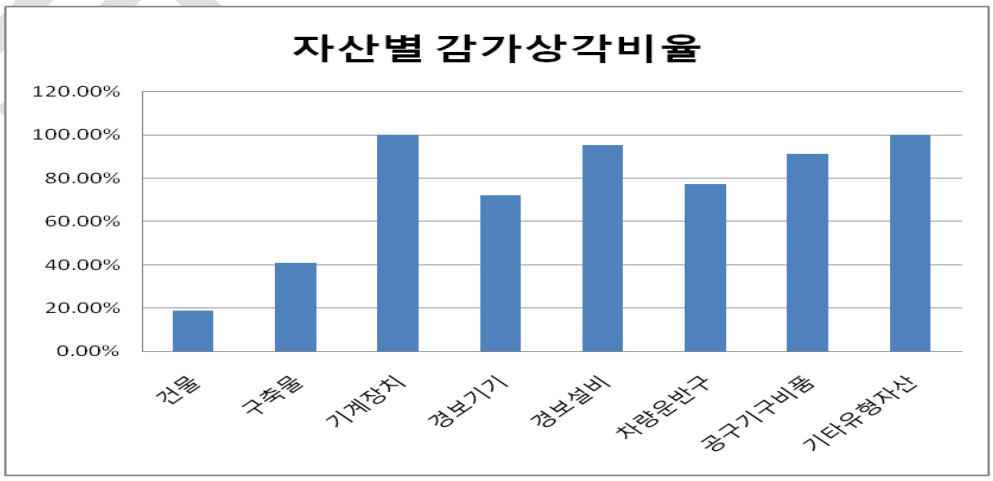
유형자산의 경우 보통 기업의 정상적인 영업을 위해 필요한 것들입니다. 토지, 건물, 구축물, 기계장치가 3 년간 변화가 없는 것으로 봐서 본사 및 각 지역 영업소로 추정됩니다. 에스원의 경우 토지 공시지가가 감사보고서에 667 억으로 공시되어 있습니다. 어차피 영업을 위해서 계속 필요한 자산들이긴 하지만 자산가치를 평가해본다고 하여도 장부가보다는 확실히 높을 것입니다. 참고로 에스원의 본사는 남대문 옆에 위치하고 있습니다.

유형자산을 살펴볼 때 감가상각누계액이 상당히 중요합니다. 감가상각비는 손익계산서에 반영되어 영업이익과 순이익을 줄이지만 실제 기업의 현금이 지출되는 비용은 아닙니다. 그냥 수익과 비용 대응의 원칙에 따라 자산의 장부가를 낮게 평가하기 위한 회계처리 방법일 뿐입니다. 에스원의 경우 추정내용연수에 따라 정률법으로 감가상각하고 있습니다.(건물과 구축물은 정액법으로 감가상각 하고 있습니다.)

	추정내용연수		추정내용연수
건 물	10~50년	경 보 설 비	9년
구 축 물	10~25년	차 량 운 반 구	5년
기계장치	5년	공구 기구 비품	5년
경보기기	4~9년	기타의 유형자산	5년

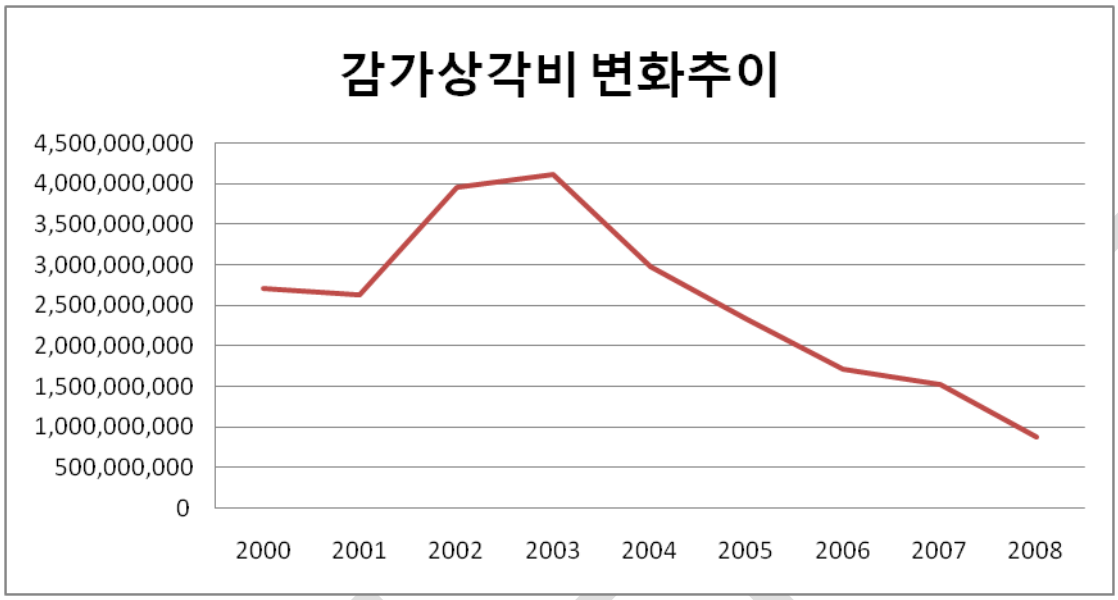
<제목 : 감가상각내용연수 자료출처 : 에스원 감사보고서>

에스원의 경보기기, 경보설비, 차량운반구는 에스원의 영업을 위해 필요한 대표적인 자산입니다. 이런 영업자산들의 감가상각이 이미 상당부분 이루어졌습니다. 에스원은 특히 정률법으로 감가상각을 하기 때문에 초반에 감가상각이 많이 이루어지고, 시간이 지날수록 감가상각액이 줄어들게 되어 있습니다. 감가상각액이 줄어들면 그만큼 순이익에 긍정적인 영향을 미칩니다.



<제목 : 감가상각비율 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

에스원의 경우 영업을 위한 유형자산 투자가 거의 마무리 단계에 이른 것 같습니다. 추가적으로 대규모의 시설투자를 진행할 필요는 없어 보입니다. 아래 자료를 보시면 감가상각비가 지속적으로 줄어들고 있습니다. 이는 손익계산서상의 감가상각비 금액을 바탕으로 자료를 작성한 것인데 아마도 경비설비 부분의 감가상각비용은 빠진 듯 합니다.



<제목 : 감가상각비 변화추이 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

감가상각비가 이렇게 지속적으로 줄어들면 줄어드는 만큼 미래 이익이 늘어납니다. 이것 역시 큰 금액은 아니지만 긍정적인 요인으로 분석해 볼 수 있습니다.

(3)무형자산	11,618,848,407	11,546,385,400	11,140,138,765
1.산업재산권	147,525,407	143,353,075	108,763,581
2.개발비	6,618,024,230	7,183,375,738	6,641,220,576
3.기타무형자산	4,853,298,770	4,219,656,587	4,390,154,608

<제목 : 에스원 대차대조표 No.5 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

다음으로 살펴볼 부분은 무형자산입니다. 기업의 재무제표에 기록되는 무형자산은 우리가 흔히 알고 있는 브랜드가치 같은 무형가치를 의미하는 계정이 아닙니다. 무형자산은 보통 연구개발을 하면서 들어가는 비용을 일시적으로 손익계산서에 계상하면 이익이 줄어들고 재무상태가 악화되는 것으로 나오기 때문에 일단 자산으로 처리하고 20 년 안에 조금씩 상각하여 비용처리 하고 있습니다. 연구원들의 임금, 식대, 연구재료 등의 일부가 개발비라는 계정으로 집계되어 자산이 되는 것입니다. 사실 기업의 무형자산은 없는

것이 가장 좋습니다. 기업이 무형자산을 대차대조표에 계상하지 않는 경우는 두 가지 경우가 있습니다. 첫째, 연구개발을 아예 하지 않거나 둘째, 연구개발에 들어가는 비용 전체를 당기에 비용으로 처리하여도 기업의 재무제표에 큰 영향이 없을 만큼 재무상태가 좋을 때입니다. 에스원의 경우 일부분은 무형자산으로 처리하고, 일부분은 당기 비용으로 즉시 처리하고 있습니다. 당기 처리하는 비용은 약 70 억 정도됩니다. 그 외는 자산으로 처리하고 있습니다. 에스원의 규모로 볼 때 100 억원 남짓한 무형자산은 애교로 봐줘도 될 듯 합니다. 무형자산을 매년 상각처리하고 있으며, 사실 70 억이 넘는 비용을 매년 비용 처리할 수 있는 것도 에스원의 우수한 재무건전성을 뒷받침하고 있습니다.

(4)기타비유동자산	68,209,414,533	69,321,383,963	65,507,623,610
1.장기대여금	317,091,500	373,378,000	581,050,000
2.보증금(주9)	67,765,230,334	68,789,716,376	64,840,864,766
3.장기선급비용	127,092,699	158,289,587	85,708,844

<제목 : 에스원 대차대조표 No.6 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

자산의 마지막 부분입니다. 기타비유동자산에는 큰 의미 있는 분석이 될 만한 것이 없습니다.

자산총계	720,605,227,391	675,818,861,966	592,824,504,308

<제목 : 에스원 대차대조표 No.7 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

에스원의 대차대조표에서 자산부분을 전체적으로 살펴봤습니다. 앞서 전체추세에서 살펴본 것처럼 자산총계가 꾸준히 늘고 있습니다. 특히, 현금성자산 및 단기금융상품의 비중이 높아지면서 에스원에 재무구조가 더욱 탄탄해지고 있습니다. 2008, 9 월까지 에스원의 자산총계는 약 7,200 억 정도 입니다. 이제는 부채를 살펴보도록 하겠습니다.

부채			
Ⅰ.유동부채	132,820,825,376	144,938,462,017	131,077,634,977
(1)매입채무(주9)	10,170,120,414	14,947,563,742	19,875,993,300
(2)미지급금(주9)	22,730,333,905	24,730,249,728	21,602,558,971
(3)선수금	33,130,463,678	33,896,529,358	29,691,183,083
(4)예수금	2,742,338,939	5,424,688,346	3,016,139,330
(5)미지급비용	29,810,703,620	31,604,150,473	28,071,567,281
(6)미지급법인세	21,751,575,061	22,427,356,443	18,808,869,593
(7)선수수익	190,944,740	190,307,121	52,415,119
(8)부가세예수금	12,294,345,019	11,717,616,806	9,958,908,300
Ⅱ.비유동부채	57,581,150,382	52,342,645,087	59,202,495,708
(1)예수보증금	35,929,930,735	35,103,331,321	31,583,092,183
(2)퇴직급여충당부채	63,389,684,220	49,633,749,970	75,375,902,151
퇴직연금운용자산	(41,733,745,981)	(32,511,231,057)	
퇴직보험예치금		(102,339,401)	(47,116,098,290)
국민연금전환금	(522,270,810)	(527,086,010)	(1,190,876,110)
(3)이연법인세부채	517,552,218	746,220,264	550,475,774
부채총계	190,401,975,758	197,281,107,104	190,280,130,685

<제목 : 에스원 대차대조표 No.7　자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

에스원은 부채의 경우 크게 분석할 만한 내용은 없습니다. 일단 차입금 내역이 없습니다. 보통 기업들은 영업을 하는 과정에서 차입금을 쓰고 결산 때는 차입금을 상환하여 대차대조표에 나타나지 않게 하는 경우도 있습니다. 지난번 W 기업 주식담당자와 통화를 했을 때 영업과정에서 차입금이 생기는 것은 자연스러운 현상이므로 걱정할 부분은 아니라는 답변을 들었습니다. 일반적으로 영업을 하는 과정에서 차입금이 생기는 경우가 있어도 결산과정에서 상환하여 대차대조표에는 표시가 되지 않는 것입니다. 그러나 에스원의 경우 차입금 내역이 전혀 없습니다. 위처럼 결산과정에서 상환한 것을 끝까지 숨길 수는 없습니다. 현금흐름표가 진실을 말해주기 때문입니다. 아래는 에스원의 현금흐름표입니다.

Ⅲ.재무활동으로인한현금흐름	(34,270,040,950)	(28,966,335,100)	(28,483,195,100)	(68,051,358,170)
1.재무활동으로인한현금유입액	1,805,900,000	1,828,280,000	2,311,420,000	624,300,000
가.자기주식의처분	1,805,900,000	1,828,280,000	2,311,420,000	624,300,000
2.재무활동으로인한현금유출액	(36,075,940,950)	(30,794,615,100)	(30,794,615,100)	(68,675,658,170)
가.자기주식의취득				40,540,266,970
나.배당금의지급	36,075,940,950	30,794,615,100	30,794,615,100	28,135,391,200

<제목 : 에스원 현금흐름표　자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

재무활동으로 인한 현금흐름에서 차입 및 상환내역이 전혀 없습니다. 에스원은 차입금이 전혀 없는 무차입경영을 하고 있다는 것을 다시 한번 강조합니다. 무차입경영은 재무구조가 튼튼하다는 것을 증명하는 것입니다. 그만큼 어려운 상황이 오더라도 견딜 수 있는 체력이 있다는 뜻입니다. 또한 앞으로 차입을 할 수 있는 여지가 남아 있다는 것도 긍정적으로 평가 할 수 있겠습니다. 그렇다면 부채의 다른 부분들을 좀 살펴보도록 하겠습니다.

가장 먼저 나오는 매입채무와 미지급금 외상거래를 할 때 발생하는 것입니다. 거래상대방으로부터 외상으로 재화(서비스)를 구매했다는 뜻입니다. 이런 외상거래는 기업에서 일반적으로 일어나는 것입니다. 외상거래를 한다고 해서 그 기업이 지급능력이 없는 것은 아닙니다. 오히려 외상거래는 긍정적인 부분이 많습니다. 재무적인 부분에서 기업을 봤을 때 가장 긍정적인 경우는 상대방에게 받을 것은 최대한 빨리 받고, 줄 것은 가능한 늦게 주는 것입니다. 그래야 한 푼의 이자라도 더 챙길 수 있고, 운용할 수 있는 자금이 늘어나기 때문입니다. 그런데 외상거래를 하면서 발생하는 매입채무와 미지급금은 그 기업의 시장지배력 및 신용과도 관계가 있습니다. 시장에서 거래자들이 아무 기업에나 외상판매를 하지 않기 때문입니다. 신용이 떨어지는 기업이라면 위험을 부담하면서 외상거래를 하지 않을 것입니다. 또한 상대방은 외상거래를 해서라도 상대 기업과 거래를 해야 되기 때문에 거래를 하는 것입니다. 만약 즉시 현금을 주는 다른 기업과 거래해도 차이가 없다면 외상판매를 할 이유가 없습니다. 설명이 길어졌습니다만 요지는 매입채무와 미지급금은 해당기업의 재무상태와 비교했을 때 금액이 지나치게 크지만 않다면 문제가 되지 않는 다는 것입니다. 오히려 적당한 매입채무와 미지급금은 기업의 재무상태를 더욱 긍정적으로 만듭니다.

이와 비슷한데 선수금과 예수금은 미리 받아둔 것이라고 보면 됩니다. 의미는 위와 다를 바 없습니다. 이것도 문제되지 않습니다. 미지급비용, 미지급법인세, 선수수익도 같은 이유들로 아무런 문제가 없습니다. 굳이 말하자면 긍정적인 부채라고 할 수 있습니다. 용어가 헷갈려서 그런데 가만히 보면 (지급해야 하는데 지급하지 않은 돈 / 받기 전인데 받은 돈) 두 부류로 나누어 볼 수 있습니다. 반복하지만 금액만 크지 않다면 큰 문제가 없습니다. 에스원의 자산이 7,000 억이 넘었었는데 부채가 2,000 억도 되지 않습니다.

다음으로 비유동부채 부분입니다. 에스원의 비유동부채는 두 가지인데 어느 기업에나 있는 퇴직급여충당부채와 예수보증금입니다. 먼저 퇴직급여충당부채부터 보겠습니다. 퇴직급여충당부채는 기업의 직원들이 퇴직 할 것은 고려해서 매년 일정액을 퇴직금으로 계상하는 것입니다. 만약 기업이 갑자기 부도가 나거나 파산을 해 버린다면 채권자들이 기업의 자산을 가져가려 하기때문에 종업원들이 퇴직금을 받지 못하는 피해를 볼 수 있습니다. 그래서 법적으로 전직원이 동시에 퇴직한다고 가정하고 지급해야 될 액수만큼을 매년 부채로 계상하고 있습니다. 다음은 에스원의 퇴직급여 계상방식입니다.

회사는 임직원 퇴직금 지급규정에 따라 당기말 현재 1 년이상 근속한 전임직원이 일시에 퇴직할 경우에 지급하여야 할 퇴직금 총 추계액을 퇴직급여충당금으로 설정하고 있습니다.

회사는 수익자인 종업원의 퇴직금 수급권을 보장하는 퇴직보험에 가입하고 있으며, 퇴직급여충당금은 이에 따라 납입한 퇴직보험료를 차감함 금액으로 표시하고 있습니다. 동 퇴직보험료가 퇴직급여충당금을 초과하는 경우에는 투자자산으로 표시하고 있습니다.

회사는 현재 확정급여형퇴직연금제도를 시행하여 종업원이 연금수령을 선택한 경우 회사가 퇴직일시금 상당액으로 일시납 연금상품을 구매하도록 하고 있으며, 재직 중인 종업원과 관련한 부채를 퇴직급여충당금으로 계상하고 있습니다. 퇴직연금운용자산은 상기 부채의 합계액에서 차감하는 형식으로 표시하고 있으며, 퇴직연금운용자산이 초과하는 경우에는 그 초과액을 투자자산으로 표시하고 있습니다.

국민연금법의 규정에 의하여 퇴직금의 일부를 전환하여 국민연금관리공단에 납부한 퇴직금전환금이

<제목 : 퇴직급여충당금, 자료출처 : 에스원 감사보고서 주석>

다음은 에스원의 퇴직급여 운용방식입니다.

10. 퇴직급여 자산, 부채

(1) 당기중 퇴직급여 자산, 부채의 변동 내역은 다음과 같습니다.

(단위:원)

구 분	기초금액	증 가	감 소	기말금액
퇴직급여충당금	75,375,902,151	18,081,470,831	43,823,623,012	49,633,749,970
퇴직연금운용자산(*1)	-	(-)35,240,818,461	(-)2,729,587,404	(-)32,511,231,057
퇴직보험예치금	(-)47,116,098,290	(-)8,141,685,669	(-)55,155,444,558	(-)102,339,401
국민연금전환금	(-)1,190,876,110	-	(-)663,790,100	(-)527,086,010
계	27,068,927,751	(-)25,301,033,299	(-)14,725,199,050	16,493,093,502

(*1) 회사는 2007년 12월 31일 현재 확정급여형퇴직연금제도에 대한 운용관리업무 수행과 자산관리 업무수행에 대해 퇴직연금사업자인 삼성생명(주)와 계약을 체결하였습니다.

(2) 당기말 현재 퇴직연금운용자산의 구성내역은 다음과 같습니다.

(단위:원)

구 분	제31(당)기
현금 및 현금성 자산	27,109,588,149
매도가능증권	5,401,642,908
계	32,511,231,057

<제목 : 퇴직급여 자산, 부채, 자료출처 : 에스원 감사보고서 주석>

좀 난해한 내용이지만 두 자료를 종합해서 보시면 매년 발생하는 퇴직급여충당부채 중 일부는 퇴직급여 보험에 가입하고 있고, 일부는 연금상품을 구매하고 있습니다. 또 일부는 국민연금관리공단에 불입하고

있으며 나머지를 충당금으로 계상하고 있다는 내용입니다. 퇴직급여보험과 연금가입은 세법에서 규정하고 있으며 정책적으로 장려하는 부분입니다. 다소 복잡하긴 하지만 정해진 규정대로 잘 운용하고 있다고 보면 무리가 없겠습니다.

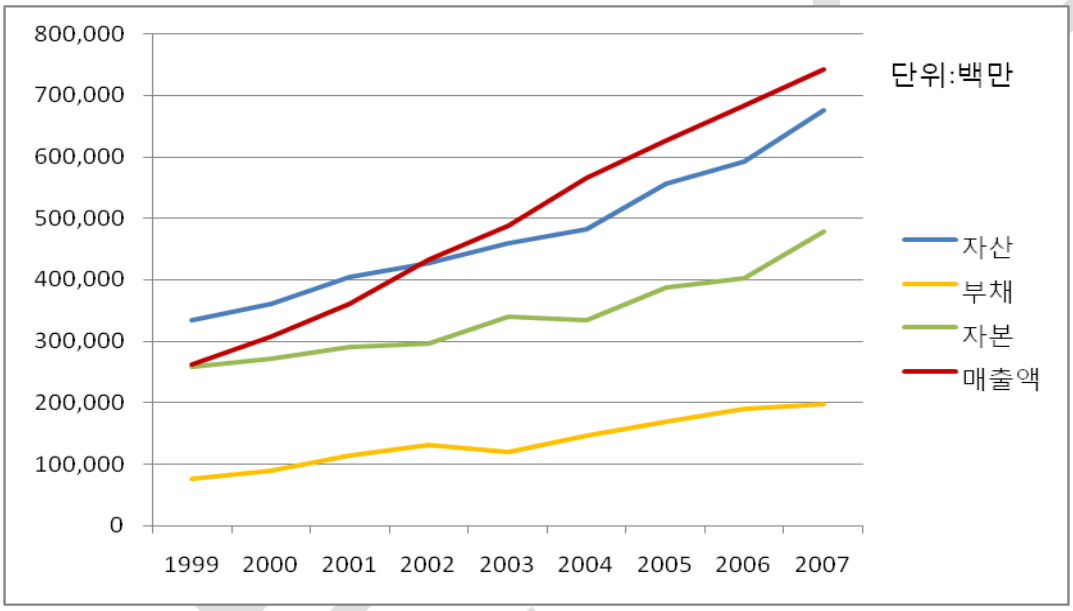
다음으로 살펴볼 부분이 예수보증금입니다. 다시 위쪽으로 가서 재무제표를 보시면 금액이 350 억가량 됩니다. 이 보증금은 고객들이 보안서비스를 가입할 때 경비시스템의 설치보증금입니다. 경비기기의 파손, 도난 등에 대비해서 일정액을 미리 받아두는 것입니다. 에스원의 입장에서는 재무제표상 부채로 계상되긴 하지만 기기 파손 시 비용을 고객에게 부담하게 함으로써 위험을 회피할 수 있는 긍정적인 요소입니다. 경비시스템이 파손되었을 때 고객에게 돈을 지불하라고 하면 반발이 생길 텐데 가입 시 미리 보증금을 받아 그 보증금에서 차감하기 때문에 자연스레 금액을 회수할 수 있습니다.

이상 부채를 살펴봤습니다. 전체적으로 봤을 때 에스원에는 부채다운(?) 부채가 없다고 판단됩니다. 영업한지가 오래되었고 시장에서도 선두적인 위치를 차지하고 있어서 영업력과 브랜드가 뛰어납니다. 이런 무형적인 가치를 재무운영에도 그대로 반영하여 부채요소 역시 긍정적으로 평가 할 수 있습니다. 이제 자본부분을 살펴보겠습니다.

자본			
Ⅰ.자본금	18,999,589,000	18,999,589,000	18,999,589,000
(1)보통주자본금	18,999,589,000	18,999,589,000	18,999,589,000
Ⅱ.자본잉여금	192,913,601,374	192,913,601,374	192,913,601,374
(1)주식발행초과금	192,913,601,374	192,913,601,374	192,913,601,374
Ⅲ.자본조정	(106,107,503,721)	(109,391,280,190)	(112,538,117,987)
(1)자기주식(주7)	(107,762,025,201)	(111,150,442,708)	(115,479,069,140)
(2)주식선택권	2,178,322,275	2,719,466,892	3,412,115,567
(3)자기주식처분손실	(754,995,345)	(960,304,374)	(471,164,414)
(4)지분법자본조정	231,194,550		
Ⅳ.기타포괄손익누계액		360,746,437	250,808,077
(1)매도가능증권평가손실			(93,655,123)
(2)지분법자본변동		360,746,437	344,463,200
Ⅴ.이익잉여금(결손금)	424,397,564,980	375,655,098,241	302,918,493,159
(1)법정적립금	9,499,794,500	9,499,794,500	9,799,794,500
(2)임의적립금	298,954,332,615	238,954,332,615	188,654,332,615
(3)미처분이익잉여금	115,943,437,865	127,200,971,126	104,464,366,044
자본총계	530,203,251,633	478,537,754,862	402,544,373,623

<제목 : 에스원 대차대조표 No.8 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

대차대조표에서 자본 항목은 이론적으로는 기업의 전체자산에서 채권자의 지분(부채)를 제외한 나머지를 말합니다. 즉, 순수 이론적으로만 생각한다면 (전체자산-부채)/주식수를 하면 주주들에게 한 주당 얼마씩이 돌아가는 지 알 수 있습니다. 어디까지나 이론적인 이야기입니다만 결론은 자본은 주주들의 것이기 때문에 자본이 많으면 많을수록 좋다는 것입니다. 지속적으로 자본이 늘어나야 주주들의 이익도 늘어난다고 볼 수 있습니다. 에스원의 자본은 무서운 속도로 늘고 있습니다. 세부계정과목을 분석하기 전에 자본의 전체적인 추세부터 살펴보고 가겠습니다.



<제목 : 자산/부채/자본/매출액 추이　자료출처 : 투자클럽 골든구스>

자본이 꾸준히 지속적으로 늘고 있습니다. 전체자산 중에서도 부채에 비해 자본의 구성비율이 훨씬 높으며, 그 차이는 점점 커지고 있습니다. 그럼 이제 자본항목을 세부적으로 살펴보도록 하겠습니다.

먼저 자본금은 발행주식수*액면가로 계산됩니다. 에스원의 발행주식수가 37,999,178 주입니다. 그리고 액면가가 주당 500 원이라서 자본금이 총 189 억 정도 나옵니다. 자본금, 자본잉여금도 크게 중요한 계정과목은 아닙니다. 에스원의 경우 자본금은 189 억 정도 밖에 되질 않지만 자본잉여금이 무려 1,930 억 가량이나 됩니다. 자본잉여금은 주식을 발행하면서 액면가보다 많이 받은 돈의 액수입니다. 예를 들어 액면가 5,000 원짜리 주식을 발행하는데 시장에서 투자자들이 12,000 원에 사겠다고 하여 12,000 원에 발행을 했다면 차액 7,000 원이 자본잉여금 계정의 주식발행초과금으로 계상됩니다. 자본잉여금에 여러 계정이 있지만 에스원에는 주식발행초과금계정 하나 밖에 없습니다. 즉, 에스원은 189 억원어치 주식을

1,930 억원을 더 받으면서 발행하였습니다. 이것은 에스원이 그만큼 시장에서 가치를 인정을 받고 있다는 뜻입니다.

다음으로 자본조정 항목이 나옵니다. 자본조정에서는 자기주식 계정과목 하나만 보고 가면 되겠습니다. 자본조정은 차감항목으로 (-)로 표시됩니다. 즉, 자본총계에서 빼주는 항목입니다. 자기주식(107,762,025,201)은 에스원이 자사주를 107,762,025,201 만큼 샀다는 뜻입니다. 자사주를 사면서 이익을 주주에게 돌려주었으니 주주들의 몫인 자본항목 전체에서 차감하는 계정으로 표시됩니다. 자사주에 대해서는 위에서 이미 설명하였습니다. 기업이 주주들에게 이익을 돌려주는 가장 이상적인 방법이 자사주 매입입니다. 에스원은 지속적으로 자사주를 매입하면서 주주를 위한 경영을 하고 있습니다. 자사주 매입 역시 그것을 할 수 있는 재무적인 능력이 되어야만 가능한 것입니다.

그 다음으로 나오는 것이 기타포괄손익누계액입니다. 기타포괄손익누계액은 주로 미실현손익이 계상되는 계정과목인데, 에스원의 경우 금액이 너무 적고 그나마도 최근에는 없어졌습니다. 분석할 것이 없습니다.

마지막으로 이익잉여금입니다. 이익잉여금이야 말로 자본의 핵심이라고 할 수 있습니다. 이익잉여금은 기업이 창업이래 장사를 해서 현재까지 번 돈이 누적되어 있는 계정입니다. 에스원은 현재 이익잉여금 누적액이 4,243 억 정도 됩니다. 이익잉여금 누적액에는 지금까지 주주들에게 배당을 준 금액은 빠져있습니다. 해마다 이익잉여금처분계산서라는 재무제표가 만들어지는데 주주총회 승인을 통하여 1 년 동안 벌어들인 순이익을 어떻게 사용할 것인지를 결정합니다. 이익잉여금 아래 법정적립금, 임의적립금, 미처분이익잉여금으로 나누어진 것은 크게 신경 쓸 것 없습니다. 그냥 회계적으로 그리고 상법규정에 따라 나눈 것뿐입니다. 핵심은 이익잉여금 전체가 얼마나 되고, 늘어나고 있는가 하는 부분입니다. 사실 자본항목은 이익잉여금을 제외하면 나머지는 변화가 거의 없는 계정입니다. 특히 에스원의 경우 자본 계정 자체가 깔끔하고, 변화가 더욱 없기에 자본총계 전체가 늘어나는 것은 이익잉여금 계정이 늘어나는 것으로 이해해도 큰 무리가 없을 것으로 생각됩니다. 에스원의 자본금 변동 추이는 위의 그래프를 통하여 확인했습니다.

지금까지 기업의 자산상태를 나타내는 대차대조표를 살펴 보았습니다. 전체적으로 한번 요약하자면 에스원의 경우 자산이 꾸준히 늘어나고 있어 긍정적입니다. 게다가 차입금이 전혀 없고, 적절히 부채를 활용하면서 재무구조가 점점 좋아지고 있습니다. 또한, 부채의 증가보다 자본의 증가가 훨씬 크고, 빠르게 일어나고 있어 주주들의 부가 늘어나고 있습니다. 이제 기업이 얼마나 장사를 잘하는지를 손익계산서를 통해 알아보도록 하겠습니다. 손익계산서는 생각보다 계정과목도 많고, 지나치게 세부적으로 나와있기 때문에 전체적으로 큰 틀에서 살펴보도록 하겠습니다.

손익계산서	2008.9	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
매출액	555,521	742,137	682,804	626,737	566,245	487,208	432,402	361,029	307,182	261,946
매출원가(제조비)	323,489	444,010	414,121	372,045	337,967	289,441	262,045	235,735	201,413	170,282
매출총이익(제조이익)	232,032	298,127	268,682	254,692	228,279	197,767	170,357	125,294	105,769	91,663
판관비(판매비)	124,119	160,169	158,322	151,592	148,098	126,856	117,304	91,547	79,133	73,949
영업이익	107,913	137,958	110,360	103,100	80,181	70,911	53,053	33,748	26,636	17,714
⊞ 영업외손익	8,193	5,105	1,558	-3,493	903	-734	-2,024	2,299	598	1,988
법인세차감전사업이익	116,106	143,063	111,918	99,607	81,084	70,177	51,029	36,047	27,234	19,702
법인세비용	30,327	39,061	29,411	26,994	23,315	21,279	15,692	11,726	8,556	6,461
당기순이익	85,779	104,002	82,507	72,613	57,768	48,897	35,337	24,321	18,678	13,241

<제목 : 에스원 연간종합 손익계산서, 자료출처 : 밸류스타 재무분석>

우선 에스원의 손익계산서의 연도별 종합손익계산서부터 잠깐 살펴보겠습니다. 재무분석 초반에도 설명했지만 에스원은 매출액과 영업이익, 순이익이 10 년간 한번도 줄어든 적이 없습니다. 가장 왼쪽은 2008 년 3 분기까지 자료이기 때문에 수치가 조금 낮습니다. 4 분기 실적까지 고려한다면 2007 년 보다 더 높은 수치를 보일 것입니다.

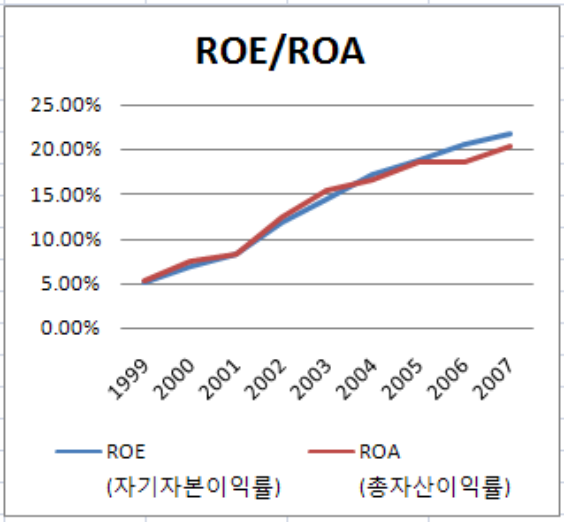
손익계산서	2008.9	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
매출원가(제조비)	58.2	59.8	60.7	59.4	59.7	59.4	60.6	65.3	65.6	65.0
매출총이익(제조이익)	41.8	40.2	39.3	40.6	40.3	40.6	39.4	34.7	34.4	35.0
판관비(판매비)	22.3	21.6	23.2	24.2	26.2	26.0	27.1	25.4	25.8	28.2
영업이익	19.4	18.6	16.2	16.5	14.2	14.6	12.3	9.3	8.7	6.8
⊞ 영업외손익	1.5	0.7	0.2	-0.6	0.2	-0.2	-0.5	0.6	0.2	0.8
법인세차감전사업이익	20.9	19.3	16.4	15.9	14.3	14.4	11.8	10.0	8.9	7.5
법인세비용	5.5	5.3	4.3	4.3	4.1	4.4	3.6	3.2	2.8	2.5
당기순이익	15.4	14.0	12.1	11.6	10.2	10.0	8.2	6.7	6.1	5.1

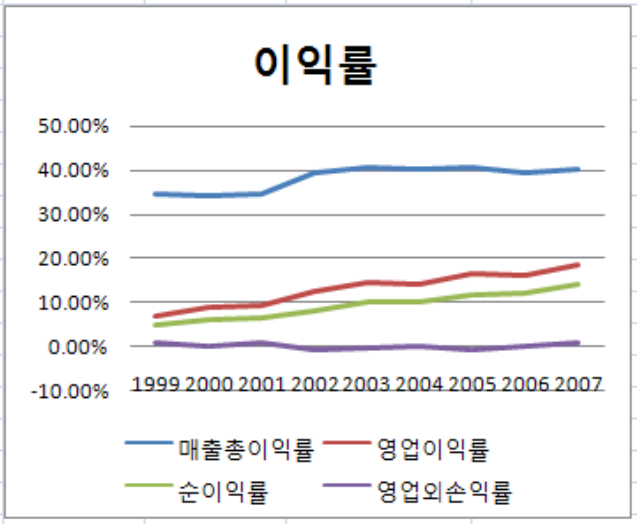
<제목 : 에스원 손익계산서 비율분석, 자료출처 : 밸류스타 재무분석>

에스원의 손익비율을 보면 매출원가가 1999 년도 초반 65%에서 현재는 58%까지 낮아졌습니다. 그리고 판매관리비 역시 28.2%에서 22.3%로 꾸준히 감소하였습니다. 매출원가와 판매관리비가 낮아졌으니 당연 영업이익과 순이익은 높아질 수 밖에 없습니다. 에스원의 영업이익률은 매년 꾸준히 증가하여 6%대에 머물던 수치가 현재는 19.4%까지 올라왔습니다. 매출에서 비용을 차감하고 순전히 장사를 해서 남기는 돈이 20%가까이 된다는 뜻입니다. 20%의 영업이익률은 결코 낮은 수치가 아닙니다. 또한 에스원의 기업규모를 생각했을 때도 상당히 효율적인 경영을 하고 있다고 볼 수 있습니다. 영업외손익과 법인세비용을 제외한 순이익률도 15.4%입니다. 과거에는 5.1%였습니다. 순이익률 역시 꾸준히 상승해 왔다는 것을 확인 할 수 있습니다. 이왕 전체적인 모습을 살펴본 김에 그럼 추세도 한번 보고 가겠습니다.

손익계산서	2008.9	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
매출액	N/A	8.69	8.95	10.68	16.22	12.67	19.77	17.53	17.27	3.06
매출원가(제조비)	N/A	7.22	11.31	10.08	16.77	10.45	11.16	17.04	18.28	-5.57
매출총이익(제조이익)	N/A	10.96	5.49	11.57	15.43	16.09	35.97	18.46	15.39	24.16
판관비(판매비)	N/A	1.17	4.44	2.36	16.74	8.14	28.14	15.69	7.01	23.72
영업이익	N/A	25.01	7.04	28.58	13.07	33.66	57.21	26.70	50.36	26.04
⊞ 영업외손익	N/A	227.64	-144.60	-486.99	-222.94	-63.72	-188.03	284.43	-69.92	-24.61
법인세차감전사업이익	N/A	27.83	12.36	22.84	15.54	37.52	41.56	32.36	38.23	18.04
법인세비용	N/A	32.81	8.96	15.78	9.57	35.60	33.83	37.05	32.43	23.50
당기순이익	N/A	26.05	13.63	25.70	18.14	38.37	45.30	30.21	41.06	15.54

<제목 : 에스원 손익계산서 비율 추세분석, 자료출처 : 밸류스타 재무분석>





<제목 : ROE/ROA/이익률 종합 추이 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

위 자료는 손익계산서 계정들이 매년 어떻게 변화해 왔는지를 보여주는 표입니다. 매출액의 경우 2000 년 이후 높은 성장을 보이다가 최근 들어 10% 미만의 성장을 보여주고 있습니다. 그런데 영업이익과 당기순이익의 경우 지금도 매우 높은 성장을 보이고 있습니다. 앞서 계속 강조하였던 수익성을 높이기 위한 에스원의 노력의 결과라고 볼 수 있습니다. 얼마 전 에스원이 중가시장의 보안서비스시장에 진출을 하겠다는 발표를 했는데 향후 어떤 결과를 가져올지 지켜봐야 될 부분입니다. 아마 매출액이 늘어나지만 이익률은 소폭 줄어들지 않을까 추측해 봅니다. 하지만 이익률이 줄어든다는 것은 비율상의 문제이기 때문에 절대적인 이익이 늘어난다면 나쁠 것은 없다고 보입니다. 손익계산서는 연도별로 상세하게 살펴보기는 조금 힘듭니다. 전체적인 추세는 이미 설명을 하였으니 가장 최근 분기 재무제표 하나를 샘플로 살펴보면서 에스원의 사업성과를 검토해보겠습니다.

과 목	제32기 3분기	
	3개월	누적
Ⅰ.매출액(주9)	186,526,140,296	555,520,681,469
Ⅱ.매출원가(주9,11)	108,161,572,788	323,488,734,064
Ⅲ.매출총이익(손실)	78,364,567,508	232,031,947,405

<제목 : 에스원 손익계산서 No.1 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

매출액, 매출워가, 매출총이익입니다. 달리 설명 드릴 것은 없습니다. 위에서 설명 드린 것과 같이 매출원가의 비율이 점점 줄어들고 있다는 상황 정도만 확인하면 되겠습니다, 다음으로 판매관리비의 세부 계정들을 살펴보겠습니다.

Ⅳ.판매비와관리비	42,864,807,829	124,119,300,192
1.급여	16,748,321,442	49,630,876,800
2.퇴직급여	1,833,368,770	5,417,422,087
3.주식보상비용		
4.복리후생비	4,819,986,483	12,842,511,764
5.통신비	964,866,103	2,888,484,127
6.소모품비	274,863,119	880,644,197
7.여비교통비	1,132,076,093	3,266,581,947
8.교제비	100,000	35,150,000
9.회의비	1,000,869,391	3,073,427,767
10.차량유지비	120,872,485	314,016,759
11.수선비	422,441,722	1,400,647,706
12.교육훈련비	561,064,083	1,233,191,455
13.세금과공과	1,082,653,371	2,398,914,983
14.도서인쇄비	360,579,477	1,158,245,036
15.비품비	44,813,357	232,372,911
16.감가상각비	308,189,425	875,438,357
17.행사비	66,573,014	653,091,982
18.보험료	3,009,539,190	8,924,247,699
19.지급수수료	2,583,260,643	8,116,731,403
20.임차료	871,566,917	2,547,018,273
21.광고선전비	352,593,054	1,218,239,207
22.운반비	37,179,038	125,229,611
23.경상개발비	2,686,355,576	7,045,468,191
24.기술사용료	952,068,000	2,787,926,072
25.수도광열비	363,678,872	1,070,184,466
26.대손상각비	377,039,432	1,167,627,844
27.판매촉진비	417,493,275	1,029,372,026
28.판매수수료	194,917,883	655,711,322
29.무형자산상각비	470,025,112	1,300,568,681
30.잡비	827,452,502	1,829,957,519

<제목 : 에스원 손익계산서 No.2 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

에스원의 판매관리비 전체내역입니다. 가장 큰 비중을 차지하는 부분은 급여입니다. 아무래도 직원수가 많아서 급여비용과 복리후생비가 꽤 지출되고 있습니다. 하지만 많은 수의 직원들이 있어야 긴급상황 발생시에 더욱 신속하게 대처할 수 있고, 양질의 서비스를 제공할 수 있기 때문에 영업적인 부분에서 경쟁력을 가진다고 볼 수 있습니다. 실제 한 직원이 담당하는 구역에서도 에스원은 타 경쟁사들보다 월등히 앞서 있습니다. 나머지는 크게 상세하게 설명드릴 만한 내용은 없는 듯 합니다. 전체적인 모습으로 참고하시기 바랍니다. 한가지 덧붙이자면 23. 경상개발비가 3 분기에만 26 억 이상 계상되어 있습니다. 1 년으로 종합하면 대략 90 억원을 상회하는 규모입니다. 그리고 무형자산 상각을 4 억 7 천만원 정도 했습니다. 1 년 규모는 대략 19 억원 정도 되겠습니다. 종합하면 90~100 억원 정도가 매년 연구개발비에 지출되고 있다는 뜻입니다. 연구개발(R&D) 상세내용입니다.

(단위 : 백만원)

과 목		제32기 3분기	제31기	제30기	비 고
원 재 료 비		1,712	2,403	1,771	-
인 건 비		4,887	5,399	4,945	-
감 가 상 각 비		69	115	108	-
위 탁 용 역 비		-	-	-	-
기 타		914	1,237	1,432	-
연구개발비용 계		7,582	9,154	8,256	-
회계처리	판매비와 관리비	7,045	6,964	6,833	-
	제조경비	-	-	-	-
	개발비(무형자산)	537	2,190	1,423	-
연구개발비 / 매출액 비율 [연구개발비용계÷당기매출액×100]		1.3%	1.2%	1.2%	-

<제목 : 에스원 연구개발비용 자료출처 : 에스원 사업보고서>

위 자료를 보시면 매출액의 1.2% 가량을 매년 연구개발비로 지출하고 있습니다. 2008 년에는 전년동기 대비 0.1%포인트 늘었는데 아마도 보안서비스의 품질을 높이기 위한 자구적인 노력의 일환이라 생각됩니다. 에스원의 2007~2008 년 주요 연구성과입니다.

고객원격세트 제어모듈	'07.01~'07.06	-기존 방범기기에 고객이 휴대폰으로 원격지에서 경비개시 하는 기능제공 -관제센터 세트요청 불편해소 및 고객 스스로 경비상태 확인 및 전환이 가능
낙뢰 대책 모듈	'07.03.~'07.08	-낙뢰 발생의 가능성이 크고, 가입자 보안기가 설치되지 않았거나, 접지 환경이 열악한 지역에서 낙뢰에 의한 피해가 다수 발생하고 있어 이러한 지역에서의 낙뢰 피해 방지를 위한 모듈을 개발 -낙뢰 피해 예상 지역에서의 당사 제품 성능 우위 확보
13.56MHz Mifare 用 신규지문 리더 개발	'07.07.~'07.09	-대규모 물건에 대응하는 13.56MHz RF카드 리딩이 가능한(Mifare 用) 신규 지문리더 개발 -대학, 관공서 또는 법인 등의 대규모 물건에서의 카드 및 지문을 이용한 출입제어 및 근태관리 가능
다기능 네트워크카메라	'07.03.~'07.11	-PC나 휴대폰으로 원격영상을 확인할 수 있는 네트워크 카메라 기능과 -비상버튼 작동 시 영상을 저장하고 원격으로도 영상조회가 가능한 기능으로 개발
상업용 무선중계기	'07.03.~'07.11	-감지기, 비상버튼, 카드리더를 이용하여 통달거리 확장, 중계가 가능한 기기 개발
홈네트워크 시큐리티	'06.12.~'07.11	-홈네트워크를 활용한 세대기와의 접속 및 LAN을 이용한 방범서버 접속 및 관제통신이 가능하고 Mifare 카드사용이 가능한 도어카메라의 신규 개발
상업용 무선시스템	'06.08.~'07.11	-저전력 회로 설계 기술로 개발하여 기존보다 배터리 소모를 줄인 시스템 개발
세콤인터폰	'06.04.~'07.11	-기 개발된 원격영상출입문 제어기의 버전업 제품으로 원격출입문 제어기, 내선용 전화기, 카메라를 복합화함.
900MHz RF ID상품화	'06.10.~'07.12	-출입, 자산, 주차, 상품관리 등 시큐리티 분야에 적용 가능한 900MHz RF ID리더 및 Tag을 채용한 상품
무선면형 열선 감지기	`07.12~`08.05	-물건 적치가 없는 내부 벽면, 긴통로, 유리창 및 다중 출입문 규제 등의 효율적인 SP를 위해 개발한 기기로 규제 목적물을 최소한의 비용으로 규제할 수 있는 감지기

<제목 : 2007~2008 년 에스원 연구성과 자료출처 : 에스원 사업보고서 / 투자클럽 골든구스>

주로 다기능, 복합기능, 무선, 디지털, 통합화된 보안서비스제품에 대한 연구가 많아 보입니다. 에스원이 과거와 같은 지속적인 성장을 하기 위해서는 경제, 산업의 발전과 더불어 첨단화된 서비스를 제공하여 시장을 선점하며 수익을 얻는 것이 가장 확실한 방법인 것으로 보입니다. 컴퓨터 메모리나 CPU 에도 세대가 있는데 보안서비스 역시 보다 디지털화되고, 첨단화된 상품들이 미래 시장을 주도할 것으로 보입니다. 이에 맞추어 에스원에는 지속적인 연구개발활동을 하고 있습니다. 에스원의 판매관리비 부분에서 마지막으로 볼 것은 지급수수료입니다. 에스원은 일본 SECOM 과의 기술제휴로 매년 매출액의 0.7%를 로열티비용으로 지불하고 있습니다. 이익기준이 아니라 매출액 기준이기 때문에 금액이 꽤 큽니다.

계약상대방	항 목	내 용
일본 SECOM	계약 유형	경영 및 기술지원
	체결시기 및 기간	2003.11.12 ~ 2008.11.11
	목적 및 내용	경영자문, 기술도입, 상표도입 계약
	대금수수 방법	매년 2회 분할 지급(3월, 9월 송금)
	기타 주요 내용	대금 산정 기준(순매출액 × 0.70%)

<제목 : 에스원 로열티계약 자료출처 : 에스원 사업보고서>

에스원이 설립 당시 일본 SECOM 과의 합작을 통해 설립되면서 로열티계약을 맺고 있는 것으로 보입니다. 기간이 2008.11.11.자로 끝이 납니다. 처음에는 기간이 끝나면 로열티를 지급하지 않아도 되니까 그만큼 수익이 늘어날 것으로 판단을 했습니다. 그런데 분석을 하면서 보니 체결시기도 2003 년으로 나오는 것으로 보아 일정기간(5 년) 단위로 계약을 갱신하는 것으로 보입니다. 이 부분은 현재 담당자 확인 중인데 확인되는 즉시 보고서를 수정하도록 하겠습니다. 아마도 계약이 영구 종료되는 것은 아니고 신규계약을 하는 것이 맞는 듯 합니다. 일본 SECOM 에서 에스원의 주식을 상당량 보유하고 있습니다. 일본 SECOM 이 에스원의 대주주입니다. 파워게임에서 불리하지 않을까 예측해봅니다. 이 부분에 대해서는 아래 리스크분석에서 다시 살펴보도록 하겠습니다. 그럼 에스원 손익계산서 나머지 부분을 살펴보도록 하겠습니다.

Ⅴ.영업이익(손실)	35,499,759,679	107,912,647,213
Ⅵ.영업외수익	5,463,192,098	16,441,978,446
1.이자수익	5,147,516,614	14,451,218,008
2.법인세환급액		
3.배당금수익		1,650,000
4.유형자산처분이익	5,705,272	129,652,242
5.매도가능증권처분이익		
6.지분법이익(주4)	11,168,090	952,781,595
7.잡이익	298,802,122	906,676,601
Ⅶ.영업외비용	3,398,806,974	8,248,723,067
1.기부금	1,022,886,730	1,066,214,600
2.재고자산폐기손실	1,287,762,841	3,506,009,963
3.유형자산처분손실	966,854,365	3,286,561,830
4.매도가능증권처분손실		
5.잡손실	121,303,038	389,936,674
Ⅷ.법인세비용차감전순이익(손실)	37,564,144,803	116,105,902,592
Ⅸ.법인세비용	10,228,262,571	30,327,190,529
Ⅹ.당기순이익(손실)	27,335,882,232	85,778,712,063
Ⅺ.주당손익(주8)		
1.기본주당순이익	794원	2493원
2.희석주당순이익	788원	2476원

<제목 : 에스원 손익계산서 No.3 자료출처 : 전자공시 시스템, / 투자클럽 골든구스>

매출액에서 매출원가 차감, 그리고 지금껏 살펴본 판매관리비 전체를 차감해서 위 손익계산서의 영업이익이 나왔습니다. 에스원은 영업외적인 부분이 상당히 깨끗합니다. 크게 살펴볼 계정과목이

없습니다. 이자수익이 높은 것만 눈에 들어옵니다.^^ 에스원은 대차대조표를 통해 살펴봤듯이 단기금융상품에 가입된 금액이 크기 때문에 이자수익이 높습니다. 그 외 의미 있는 계정은 없어 보입니다.

지금까지 대차대조표와 손익계산서를 중심으로 에스원의 재무상태를 살펴보았습니다. 에스원의 재무제표는 지저분(?)하지 않고 상당히 깔끔한 모습입니다. 좋지 않은 기업의 경우에는 재무제표에 생소한 계정과목들도 많고, 분석에 애를 먹는 경우도 많은데 에스원은 기업규모는 크지만 재무제표가 상당히 깔끔한 모습입니다. 재무제표를 봤을 때 분석이 쉬운 기업은 그만큼 좋은 기업이라고 결론을 내려도 큰 무리는 없을 것입니다. 일단 이해하기 쉽기 때문에 좀 더 정확하게 분석을 할 수 있기 때문입니다. 그리고 기업이 재무적으로 자신이 없고, 숨겨야 할 것이 있으면 재무제표를 혼란스럽게 만들어 투자자들에게 혼란은 주는 경우가 종종 있습니다. 에스원의 재무제표는 지금껏 살펴본 것처럼 이해가 되지 않는 계정이라든지, 회계처리를 변경하는 등의 모습이 없기에 상당히 긍정적으로 평가할 수 있습니다.

IV. 리스크분석

지금까지 에스원의 사업내용 및 재무분석을 하였습니다. 이제는 에스원이 가진 위험요인들에 대해 살펴보도록 하겠습니다.

1. 우발부채

기업의 확정부채가 아닌 잠정부채로는 충당부채와 우발부채가 있습니다. 충당부채는 현재 시점에서 기업에 의무가 존재하고 자원의 유출가능성이 매우 높을 때 재무제표에 계상하는 것입니다. 에스원의 경우 충당부채의 대표적인 예로 위에서 설명한 퇴직급여충당부채가 있습니다. 직원의 퇴직은 언제가 될 지는 모르지만 회피할 수 없는 것으로 기업이 퇴직금을 지급해야 할 의무가 있습니다. 따라서 자원의 유출가능성이 매우 높기 때문에 재무제표에 계상되어 있었고 위의 재무분석에서 이미 검토를 하였습니다. 이와 달리 우발부채는 현재 기업에 의무가 없거나, 기업이 지급해야 할 의무는 있지만 유출가능성이 낮은 경우에 인식합니다. 그러나 우발부채는 대차대조표에 계상하지는 않고, 주석으로만 기재하도록 되어 있습니다. 대표적인 예로 진행 중인 소송사건이 있습니다. 이는 소송의 결과에 따라서 기업의 지급이행의무가 결정되는 것입니다. 비록 재무제표에는 계상되어 있지 않지만 기업의 입장에서는 위험요인이라 할 수 있습니다. 현재 에스원의 진행중인 소송 내역은 다음과 같습니다.

【사업년도 개시일 현재 진행 중인 소송】

(2008년 9월 30일 기준, 단위 : 원)

소송내용	제소자	소송가액	진행사항	영업 및 재무에 미치는 영향
손해배상	태광스틸(주)	10,000,000	1심 당사승소, 2심 진행중	진행중인 건은 소송결과를 현재로서는 예측할 수 없음
	영신사(이민근)	100,000,000	1심 진행중	
	영선건설(주)	65,696,000	1심 진행중	
	(주)파워텔레콤	148,493,400	1심 진행중	
	나근철	100,000,000	1심 진행중	
	동양에나멜(윤상문)	32,826,000	1심 승소 종결	
	대창스텐(전춘기)	50,563,683	1심 진행중	
	술래잡기(서윤영)	15,539,830	1심 승소 종결	
	레몬부동산(김성열)	1,346,100	1심 진행중	
	김진후외 1명	130,000,000	1심 진행중	
약정금	한빛텔레콤(강수경)	14,254,000	1심 당사패소, 2심 진행중	
계	-	668,719,013	-	-

【사업년도 중 새로 제기된 소송】

(2008년 9월 30일 기준, 단위 : 원)

소송내용	제소자	소송가액	진행사항	영업 및 재무에 미치는 영향
손해배상	우주전기통신	80,000,000	1심 진행중	진행중인 건은 소송결과를 현재로서는 예측할 수 없음
	황금당(최강만)	283,183,000	1심 진행중	
계	-	363,183,000	-	-

<제목 : 에스원 관련 소송현황 자료출처 : 감사보고서 주석>

위의 소송들의 내용을 정확하게 분석하는 것은 어렵습니다. 다만 소송 전체의 금액이 에스원이 승소하여 종결된 것은 제외하면 10 억원 미만입니다. 따라서 금액의 중요성이 상당히 낮다고 볼 수 있습니다. 그렇기 때문에 에스원에 큰 위험요인이 되지 않는 것으로 보더라도 무방할 듯 합니다. 에스원의 또 하나 우발부채는 삼성 전 계열사에 관련된 내용입니다.

회사와 삼성계열사들은 1999년 9월 삼성자동차(주)의 채권금융기관들과 삼성자동차(주) 처리와 관련하여 합의서를 작성하였습니다. 동 합의서에 의하면, 삼성자동차(주)의 회사정리 신청과 관련하여 삼성자동차(주)의 채권금융기관들에게 출연된 삼성생명보험(주) 주식 350만주를 2000년 12월 31일까지 처분하고 그 처분가액이 2조 4,500억원에 부족하게 될 경우 삼성그룹 30개 계열사들과 함께 채권금융기관들에게 자본출자 또는 후순위채권매입방법 등으로 그 부족액을 부담하되, 불이행시 은행 연체이율에 의한 지연이자 상당액을 지급하기로 되어 있습니다. 단, 처분가액이 2조 4,500억원을 초과하게 될 경우 그 초과액을 배분받는 것으로 되어 있습니다. 대차대조표일 현재 삼성생명보험(주) 주식의 처분이 완료되지 않은 상태이며, 삼성자동차(주)의 채권금융기관들은 상기의 합의서와 관련하여 2005년 12월 9일자로 이건희 회장 및 회사와 삼성그룹 계열사들을 상대로 소송을 제기하였습니다. 채권금융기관들은 소송에서 회사와 이건희 회장 및 27개 삼성그룹 계열사들은 연대하여 원고들에게 손실보상금 2조 4,500억원과 이에 대한 2001년 1월 1일부터 소장부본 송달일까지는 연 6%, 소장부본 송달 다음날부터 완제일까지는 연 20%의 비율에 의한 지연손해금을 지급하고, 회사와 27개 삼성그룹 계열사들은 연대하여 원고들에게 위약금(지연이자 상당액) 2조 2,879억여원 및 2001년 1월부터 매월별로 산출된 위약금에 대한 각 그 익월 1일부터 소장부본 송달일까지는 연 6%, 소장부본 송달 다음날부터 완제일까지는 연 20%의 비율에 의한 지연손해금과 2조 4,500억원에 대한 2005년 12월 1일부터 완제일까지 연 19%의 비율에 의한 위약금을 지급할 것 등을 청구하였습니다. 2008년 1월 31일 동 소송의 1심에서 삼성자동차(주)의 채권금융기관들과 삼성계열사들이 합의한 합의서는 유효하며, 채권단이 이미 매각한 1,165,955주를 제외한 삼성생명보험(주)의 주식 2,334,045주를 처분하여 약 1조 6,338억을 한도로 채권단에게 지급하고 약 1조 6,338억에 대해 2001년 1월 1일 이후부터 상법이 정한 연 6%의 이자율로 계산된 연체이자를 지급하라고 판결하였습니다.현재로서는 동 소송의 최종결과를 예측하기 어려우며 회사가 부담할 금액의 불확실성으로 재무제표에 미칠 영향을 합리적으로 예측할 수 없습니다.

<제목 : 에스원 관련 우발부채, 자료출처 : 감사보고서 주석

위 내용은 에스원의 감사보고서 주석에 기재된 내용입니다. 삼성자동차 매각 관련 채권금융기관들과 합의내용으로 현재 소송진행 중인 사건입니다. 아마 같은 내용이 삼성그룹 전체 계열사 들의 감사보고서 주석에 기재되어 있을 것입니다. 감사보고서 내용에도 나와 있듯이 현재 시점에서 소송의 최종결과를 예측하기는 어렵고, 에스원이 부담해야 될 금액 역시 불확실 합니다. 금액은 원금 약 1 조 6,338 억과 2001 년 이후 6%의 이자율로 계산된 연체이자가 될 것입니다. 만약 소송에서 패하게 된다면 삼성그룹의 계열사인 에스원도 일정액을 부담해야 할 것입니다. 이것은 에스원의 위험요인 중 하나로 볼 수 있습니다. 금액이 얼마가 될 지는 모르겠지만 통상 이런 경우에는 각 계열사들의 매출액 규모 혹은 부담능력에 따라 각 계열사들에 금액이 배분되게 됩니다. 그렇다면 삼성그룹 전체에서 에스원의 위치에 맞는 금액을 부담하게 될 것입니다. 모두들 아시다시피 삼성그룹에는 삼성전자, 삼성화재, 삼성물산, 삼성테크윈, 삼성중공업 등 에스원보다 매출 및 수익규모에서 월등히 뛰어난 계열사들이 여럿 있습니다. 패소 시

에스원이 부담해야 될 금액은 에스원에 큰 위험이 될 만한 정도는 아니라고 판단 할 수 있습니다. 물론 삼성그룹이 소송에서 승소하게 되면 아무런 위험이 없습니다.

2. 경영자율권

에스원은 일본 SECOM 과 삼성그룹의 합작으로 설립된 법인입니다. 현재 최대주주는 일본 SECOM 이고, 삼성계열사들이 그보다 약간 적은 지분을 보유하고 있습니다. 현재까지 경영권에 대한 안좋은 일은 발생한 적은 없었습니다. 그러나 하나의 위험요인으로 보자면 에스원은 일본 SECOM 및 삼성그룹들의 전략적 방침에 따라서 휘둘릴 수도 있는 구조라고 판단됩니다.

성 명	관 계	주식의 종류	소유주식수(지분율)						변동 원인
			기 초		증 가	감 소	분 기 말		
			주식수	지분율	주식수	주식수	주식수	지분율	
일본 SECOM	본인	보통주	9,371,383	24.66	-	-	9,371,383	24.66	-
삼성SDI	특수관계인	보통주	4,190,681	11.03	-	-	4,190,681	11.03	-
삼성생명	특수관계인	보통주	2,030,476	5.34	-	-	2,030,476	5.34	-
삼성증권	특수관계인	보통주	501,513	1.32	-	7	501,506	1.32	-
삼성화재	특수관계인	보통주	367,933	0.97	-	-	367,933	0.97	-
삼성카드	특수관계인	보통주	725,060	1.91	-	-	725,060	1.91	-
최규홍	특수관계인	보통주	54,000	0.14	800	34,800	20,000	0.05	주식매수 선택권행사 및 장내매도
주웅식	특수관계인	보통주	0	0	15,400	10,400	5,000	0.01	주식매수 선택권행사 및 장내매도
계		보통주	17,241,046	45.37	16,200	45,207	17,212,039	45.30	-
		우선주	-	-	-	-	0	0	
		합 계	17,241,046	45.37	16,200	45,207	17,212,039	45.30	

최대주주명 : 일본 SECOM　　특수관계인의 수 : 7 명

<제목 : 에스원 주주현황, 자료출처 : 에스원 사업보고서>

사실 큰 위험이 아닐 수도 있지만 보수적으로 생각을 한다면 최대주주인 일본 SECOM 의 고배당요구, 삼성그룹의 경영전략적 압력 등에 노출될 여지는 있다는 것입니다. 현재 에스원의 배당성향은 약 35%정도 됩니다. 에스원이 현금성자산과 단기금융상품 등의 비중이 높다는 점을 감안할 때 앞으로 큰 투자를 하지 않는 이상 고배당요구를 받을 지도 모르겠습니다. 배당을 많이 한다는 것이 긍정적인 부분과 부정적

부분이 혼재하기 때문에 명확한 리스크라고 결론 짓기는 조금 무리가 있겠습니다. 아래 자료는 2007 년 기준 에스원의 특수관계자들과 이루어진 거래내역입니다.

				(단위: 원)
특수관계 구분	특수관계자명	거 래 내 용	제 31 (당) 기	제 30(전) 기
매출:				
기타	삼성SDI(주)	용 역 매 출	2,715,856,000	2,105,018,146
기타	삼성전자(주)	용 역 매 출	85,073,511,364	55,741,973,336
기타	삼성화재해상보험(주)	용 역 매 출	2,194,886,771	2,891,345,591
기타	삼성생명보험(주)	용 역 매 출	4,230,350,511	3,835,823,648
기타	삼성카드(주)	용 역 매 출	1,069,436,196	907,855,374
기타	삼성증권(주)	용 역 매 출	838,058,132	529,917,269
기타	삼성에버랜드(주)	용 역 매 출	2,054,739,748	2,166,212,820
종속회사	시큐아이닷컴(주)	용 역 매 출	41,325,000	37,503,000
기타	기타 삼성계열사	용역매출 등 기타수익	23,961,699,490	22,032,743,843
	합 계		122,179,863,212	90,248,393,027
매입 및 기타:				
기타	일본SECOM(주)	기술사용료	3,531,899,836	3,277,974,072
기타	삼성전자(주)	매출원가 등	6,037,548,836	10,435,788,318
기타	삼성화재해상보험(주)	임차료 및 보험료외	11,472,374,873	10,190,972,933
기타	삼성생명보험(주)	임차료 및 보험료외	2,677,326,234	2,332,288,006
기타	삼성카드(주)	금융수수료	267,641,161	214,386,780
기타	삼성에버랜드(주)	매출원가 등	3,050,543,782	2,901,681,877
종속회사	시큐아이닷컴(주)	소프트웨어구입외	4,226,827,000	2,073,179,000
기타	기타 삼성계열사	임차료 등 기타비용	28,951,988,707	34,244,866,592
	합 계		60,216,150,429	65,671,137,578

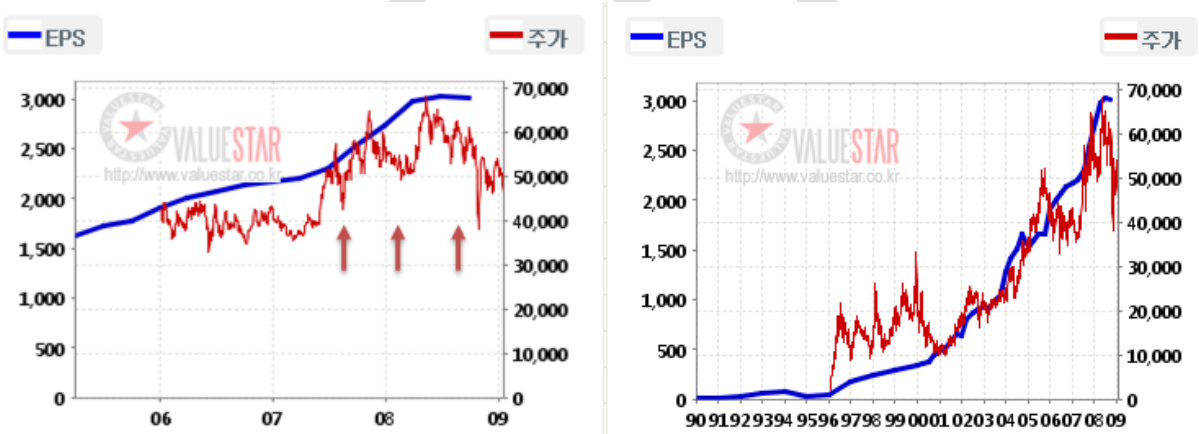
<제목 : 특수관계자와의 거래내역 자료출처 : 에스원 감사보고서>

2008 년 감사보고서는 3 분기까지만 자료가 있어 2007 년 자료를 첨부하였습니다. 에스원의 2007 년 매출액은 7,421 억입니다. 그 중 삼성계열사들에 제공한 서비스 매출이 1,200 억 가량 됩니다. 삼성그룹 계열사들이면 당연 보안서비스 이용시 에스원의 SECOM 을 이용할 것이라고 쉽게 추측할 수 있습니다. 그리고 에스원은 필요한 장비 및 기타서비스를 제공하는 업체가 삼성그룹 계열사들 중에 있으면 그 계열사와 거래를 할 것입니다. 이것은 긍정적으로 본다면 서로간의 시너지 창출로 인해 효율적인 영업이 가능하다는 것입니다. 그러나 하나의 리스크로 분석을 해 본다면 거래금액이 크기 때문에 혹시 계열사간 문제가 발생한다면 그만큼 타격을 입을 수 있습니다. 그리고 이것은 그냥 추측에 불과합니다만 계열사간 거래에서 서비스이용단가가 어떻게 정해지는 가도 한가지 요인이 될 수 있을 것입니다. 일반 고객들과 같은 과정으로 비용을 책정한다면 아무런 문제가 없겠으나 낮은 단가로 공급한다면 에스원의 수익성이

떨어지게 됩니다. 삼성그룹 내에 속해 있다는 것이 분명 긍정적인 측면이 많겠지만 하나의 위험요인이 될 수가 있다는 것을 살펴보았습니다.

3. 에스원 직원사고 문제

에스원 순찰직원들의 사고 문제가 몇 번 발생하였습니다. 2007 년 9 월 에스원의 순찰직원 한 명이 고객의 집에 침입, 여성 두 명을 상대로 금품을 갈취하고 성폭행을 한 적이 있습니다. 또한 2008 년 9 월에도 순찰직원이 순찰 도중 만취한 여성을 차에 태워 인근 중학교로 데려가 성폭행을 한 적이 있습니다. 그리고 2008 년 1 월에는 순찰직원이 순찰 중 고객기업의 사무실에 들어가 장비를 절도한 적이 있었습니다. 2007 년과 2008 년, 3 차례 직원관련 사고들이 발생했습니다. 특히 2007 년 성폭행 사건 때는 당시 에스원 이우회 사장이 책임을 지고 물러나는 사태까지 갔었습니다. 이러한 직원사고 문제는 기업의 이미지를 실추시키고 고객들로부터 신뢰를 잃게 하는 부정적인 요인입니다. 앞으로도 이런 사건들이 발생한다면 에스원은 브랜드이미지에 큰 타격을 입을 것입니다. 다만 다행스러운 점은 직원사고문제가 발생한 뒤 일시적으로 주가가 떨어졌지만 실적에 따라 주가는 다시 회복해왔다는 점입니다.



<제목 : 직원사고 발생과 에스원 주가 추이, 자료출처 : 투자클럽 골든구스, 밸류스타 재무분석>

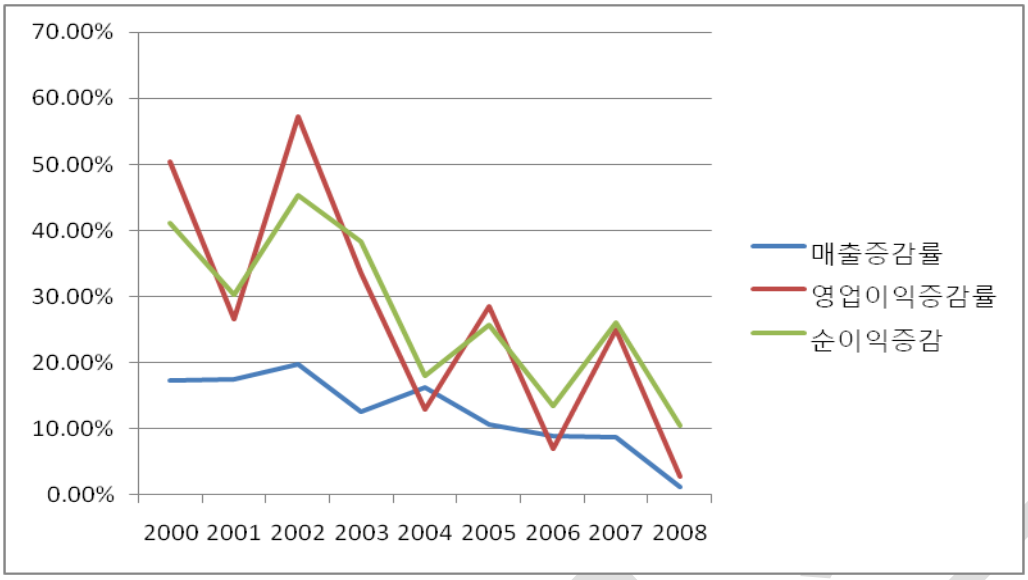
왼쪽 차트는 2007 년 9 월/2008 년 1 월/2008 년 9 월 직원사고 발생 후 주가가 일시적으로 떨어진 모습입니다. 하지만 일시적 하락 이후 주가는 다시 상승하는 모습을 보여주고 있습니다. 궁극적으로는 기업의 실적(EPS)으로 수렴하는 모습을 보이고 있습니다. 오른쪽 차트는 에스원 상장 이후 실적(EPS)과 주가추이입니다. EPS 라인과 주가가 같이 움직인다는 것을 볼 수 있습니다. 최근에는 실적에 비해 주가가 많이 하락한 모습입니다. 과거 실적과 주가추이만을 놓고 본다면 현재 에스원은 저평가되었다고 판단할 수 있습니다.

직원사고 문제는 에스원에는 분명한 위험요인이긴 합니다만 더 중요한 것은 기업의 실적입니다. 하지만 더 이상 직원사고 문제가 생겨서는 안될 것입니다. 이는 에스원의 브랜드 이미지를 실추시키는 큰 문제점입니다. 에스원은 기업 이미지 제고 및 브랜드 이미지 가치를 높이기 위해서 직원교육 및 사회공헌 활동에 많은 노력을 기울이고 있습니다. 아래는 에스원 사회공헌활동 모습입니다.

<제목 : 에스원 사회공헌활동. 자료출처 : 투자클럽 골든구스(에스원 홈페이지자료 편집)>

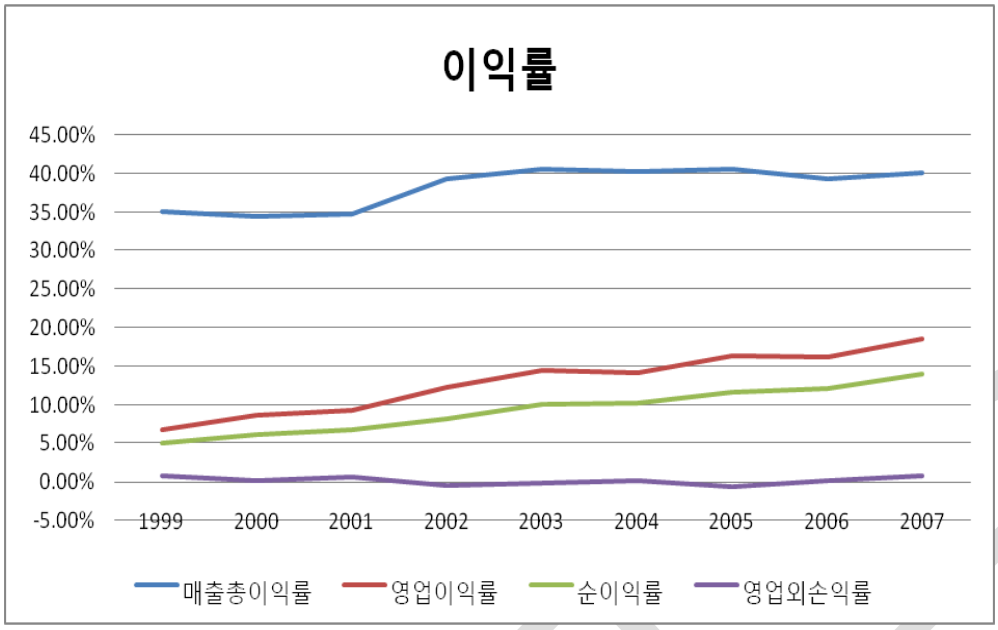
4. 성장의 지속가능성

에스원이 과거와 같이 지속적으로 성장가능 할 것인가의 여부는 리스크라고 볼 수는 없는 부분이지만 에스원 종목을 매수 고려할 때 가장 크게 고려해야 될 부분입니다. 지금까지 살펴본 것처럼 에스원은 과거 10 년간 엄청난 성장을 하였습니다. 지속된 경영혁신, 보안서비스의 품질 개선, 영업노력 등으로 크게 성장을 하였고, 많은 현금을 창출하였으며 그 결과 재무상태가 매우 우수합니다. 에스원의 과거 성장과 발전은 현재 시스템경비 보안서비스 분야에서 에스원이 독점적인 위치에 올라 설 수 있는 발판이 되었습니다. 지금은 어느 누구라도 시스템경비 분야에서는 에스원이 독보적인 위치에 있고, 확실한 1 등 기업임을 부정할 수 없습니다. 과연 앞으로도 에스원이 지속된 성장을 계속할 수 있는가를 분석해보도록 하겠습니다. 보고서 작성 중 에스원의 2008 년 4 분기 실적이 발표되었습니다. 그러나 아직 회계감사가 끝나지 않아서 재무제표는 나오지 않은 상태이고 자체 추정으로 매출액, 영업이익, 순이익 등 전체적인 수치만 제시된 정도입니다. 성장의 지속가능성을 보기 위하여 매출액, 영업이익, 순이익의 증감률을 그래프로 나타내어 보았습니다.



<제목 : 매출/영업이익/순이익 증감률, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

위 그래프의 수치는 매년 매출액과 영업이익, 순이익의 증감비율입니다. 따라서 +상태에 있으면 수치가 매년 커지고 있다는 것이고, (-)상태면 수치가 감소하고 있다는 뜻입니다. 이익률을 의미하는 것이 아닌 것에 주의하시기 바랍니다.^^ 그래프를 보시면 과거에는 매출액과 영업이익, 순이익이 큰 폭으로 상승하고 있습니다. 2002 년의 경우는 매출액이 60%에 육박할 정도로 성장을 하였고, 영업이익도 45%이상 성장했습니다. 그런데 비율증감률이 매년 줄어들고 있는 것을 확인할 수 있습니다. 2008 년 추정실적을 보면 증감률이 거의 0% 상태로 떨어졌습니다. 현재 상태에서는 성장이 정체되었다고 보는 것이 옳은 추정인 것 같습니다. 이 부분이 에스원 종목을 매수한다고 할 때 가장 크게 고려되어야 될 부분이라고 생각합니다. 하지만 이것으로 에스원의 매력이 없어지는 것은 결코 아닙니다. 에스원은 성장률이 떨어진 것은 사실이지만 아직도 여전히 높은 수치의 매출총이익률, 영업이익률, 순이익률을 보이고 있습니다.



<제목 : 에스원 이익률 추이, 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

위 그래프에서는 2008 년 4 분기의 재무제표가 확정되지 않아서 매출원가 및 판매관리비의 금액을 알 수 없는 관계로 2008 년 수치는 빠졌습니다. 하지만 영업이익과, 순이익을 토대로 추정을 해보면 작년보다 소폭 상승했다는 것을 알 수 있습니다. 그래프를 보시면 매출총이익률은 여전히 40%대에 있고, 영업이익률은 약 20%, 순이익률은 약 15%를 기록하고 있습니다.(순이익의 경우 2008 년 전체는 16%까지 올라갈 것으로 분석됨) 첫 번째 제시한 증감률그래프와 위의 그래프를 종합해서 분석을 해보면 매출액과, 영업이익, 순이익은 크게 늘어나지 않고 정체되어 있지만 이익률은 여전히 높은 수치이고 이익률 자체는 상승추세에 있다고 분석할 수 있습니다. 이는 규모면에서는 큰 성장을 이루고 있지 못하지만 효율적인 경영으로 수익성은 더 높아지고 있다는 의미입니다. 다시말해 에스원은 보다 수익성을 높이는 방향으로 경영방침을 수정 노력하고 있다는 뜻입니다. 또 한가지 긍정적인 부분은 과연 보안경비 시장의 파이가 남아 있지 않은가 하는 부분입니다. 현재 국내의 기업 및 은행(ATM 영업점), 소매점등의 서비스 수요는 포화상태라고 보는 것이 적절합니다. 대부분의 상가들이 이미 보안서비스 업체의 서비스를 공급받고 있기 때문입니다. 에스원이 지금보다 규모면에서 더 성장을 이루기 위해서는 매출을 늘리는 방법 밖에는 없습니다. 본 골든구스 리서치팀에서는 에스원의 매출규모가 더 커질 가능성에 대해서 객관적인 추론을 통해 두 가지를 제시하고 합니다. 첫째, **기존 서비스매장의 매출확대** 가능성입니다. 사회가 점점 더 불확실해지고 범죄 및 사고의 증가로 인해 보다 확실한 예방과 보안을 요하고 있습니다. 실례로 숭례문 화재사건을 다시 언급하겠습니다. 에스원이 숭례문 경비를 담당하고 있을 때 숭례문에는 18 대의 적외선감시장치가 있었고 화재감지 장치가 있었습니다. 이때 에스원에서는 문화재청에 장비의 증설을 요구했습니다. 실제 숭례문에는 경보장치가 자주 작동하여 에스원에서 장비의 추가를 요구했던 것입니다.

하지만 문화재청에서는 예산상의 문제로 에스원의 요청을 거부하였습니다. 그리고 KT 텔레캅으로 업체를 변경하였습니다. KT 텔레캅이 숭례문 경비를 담당할 때는 적외선감지장치가 12 대로 줄었고, 화재감지장치가 없었습니다. 경비업체 변경 후 10 일 뒤 숭례문 화재가 발생했다는 것은 이미 설명하였습니다. 즉, 보다 철저한 사고예방을 위해서는 장비를 추가 증설하고 월 서비스료를 더 지불하는 것이 필요해 질 것이라는 추측입니다. 이는 당연 에스원의 매출확대로 이어질 것입니다. 둘째, **기업과 상가가 아닌 일반 주택의 경비서비스 수요**입니다. 현재 일반주택의 사설 보안경비 서비스 가입률은 약 2%정도로 추정하고 있습니다. 이는 보안경비업체의 잠재적인 고객들입니다. 경제발전에 따라 개인소득이 증가함에 따라 개인들의 서비스 욕구도 커질 것입니다. 정확한 추정은 힘든 상황이지만 미국과 일본 등의 개인주택 사설보안경비서비스 가입률은 한국보다 훨씬 높은 상황입니다. 개인들의 수요는 GDP 수준에 비례한다고 추측됩니다. 한국의 GDP 증가에 따른 개인들의 서비스 수요가 늘어난다면 이미 품질과 브랜드 면에서 월등히 앞서있는 에스원이 가장 큰 수혜자가 될 것입니다.

현재 국내를 비롯해 전 세계적으로 경기가 침체되고 경제상황이 어려운 상황입니다. 그런 여파로 인하여 2008 년 에스원의 실적도 전년과 비교했을 때 늘어나기는 했지만 상승폭이 줄어든 것이 사실입니다. 하지만 경제는 순환한다는 것은 지난 수년간의 역사를 통해 증명되었습니다. 경기가 활성화되고 국민소득이 높아질 때 에스원의 성장 역시 다시 시작될 것이라고 생각합니다. 오히려 지금과 같이 어려운 상황에서 기업가치에 비해 주가가 쌀 때 매수를 하는 것이 바람직한 투자가 아닐까 생각합니다. 지금까지 에스원이 직면하고 있는 리스크요인들에 대한 분석을 하였습니다. 이제 과거 재무자료 및 에스원의 사업내용, 미래에 대한 기대를 적용하여 다양한 방법의 밸류에이션을 통해 에스원의 기업가치를 구해보도록 하겠습니다.

Ⅴ. 밸류에이션

1. 배당할인모형

배당할인 모형은 주식을 보유함으로써 발생하는 미래 모든 배당금의 현재가치로 기업의 가치를 측정하는 모형입니다. 일반적으로 배당금은 기업의 가치와는 무관하게 결정되는 경우가 많기 때문에 주가에 대한 예측력은 떨어지지만 에스원 같은 배당금의 비중이 큰 주식의 경우 제법 유용하게 적용될 수 있습니다.
또한 배당할인모형에서 사용하는 고든공식은 다른 밸류에이션 방법에서도 유용하게 사용됩니다.
배당성장모형으로 주가를 계산하는 방법은

$$P=\frac{D1}{k-g}=\frac{D0(1+g)}{k-g}$$

여기서 D0 는 당기, D1 은 다음기의 배당금을 말하며 g 는 배당성장률, k 는 자본비용을 의미합니다. 다음기의 배당금은 당해의 배당금에 성장률을 곱하는 것으로 계산할 수 있습니다.

	32 기	31 기	30 기	29 기	28 기	27 기	26 기	25 기	24 기
배당금	1100	1050	900	800	600	400	200	150	150
배당성향	33.01%	34.69%	37.32%	38.75%	36.44%	29.92%	20.70%	23.42%	30.50%
성장률	4.76%	16.67%	12.50%	33.33%	50.00%	100.00%	33.33%	0.00%	

<제목 : 에스원 배당금 내역　자료출처 : 투자클럽 골든구스>

위의 표는 에스원의 배당금 내역입니다. 24 기부터 32 기까지 매년 28.28%씩 배당금이 성장한 것을 알 수 있습니다. 배당성향은 9 기간의 배당성향의 평균값인 31.64%를 이용합니다. 대주주의 영향으로 배당성향은 평균에서 크게 벗어나지 않을 것입니다. 이론 성장률 g 는 ROE * 내부유보율에 의해 계산할 수 있습니다. 아시다시피 내부유보율은 (1 – 배당성향)입니다. ROE 는 4 분기 잠정실적 공시를 이용하여 계산한 결과 21.67%로 측정되며 여기에 내부유보율인 68.36%를 곱하면 성장률은 14.81%가 나옵니다. 그렇다면 실제 배당금의 성장률을 보겠습니다. 24 기부터 32 기까지의 배당성장률은 28.28%입니다. 범위를 줄여서 28 기부터 32 기까지의 성장률을 보면 16.36%입니다. 더 줄여볼까요? 30 기부터 32 기까지의 성장율은 10.55%, 31 기부터 32 기까지는 4.76%입니다. 주가를 구하기 위해 다음과 같은 시나리오를 구상해보았습니다.

1) 장기적으로 이론 성장률만큼 배당금이 성장하는 경우

2) 최근 3 기간 동안의 평균 성장률만큼 성장하다가 4.76%에 수렴하는 경우

3) 현 성장률이 계속되는 경우

4) 삼성경제연구소 예측 대한민국 2009 년 경제성장률 3.2%만큼 성장

자본비용(요구수익률)은 교과서에서 다루는 CAPM 이 아닌 실질 시장금리를 통해 계산하겠습니다. 자본비용을 계산하기 위해 고려한 금리는 3 년만기 국고채(3.42%), 5 년만기 국고채(4.06), CD(2.97)하나은행 3 년 예금[1](5.70)입니다. 이들의 평균값은 4.04%이며 현재의 시장 상황과 에스원의 재무건정성을 고려하여 1.5 배의 가중치를 줍니다. 따라서 에스원의 자본비용은 6.06%가 됩니다. 기업에 따라서 가중치는 다양하게 고려할 수 있을 것입니다.

1)장기적으로 이론 성장률(14.81%)만큼 배당금이 성장하는 경우

33 기	**34 기**	**35 기**	**36 기**	**37 기**	**38 기**	**39 기**	**40 기**
1262.91	1449.947	1664.684	1911.224	2194.276	2519.248	2892.349	3320.706
41 기	42 기	43 기	44 기	45 기	46 기	47 기	48 기
3812.503	4377.134	5025.388	5769.648	6624.132	7605.166	8731.492	10024.63
49 기	50 기	51 기	52 기	잔여가치			
11509.27	13213.8	15170.76	17417.55	287418			

<제목 : 20 년간 기대 배당금 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

자본비용을 초과하여 계속 성장하는 경우이기 때문에 NPV 법으로 향후 20 년간의 기대 배당금을 계산하였으며 20 년 이후의 배당금은 더 이상 성장이 없다고 가정하였습니다. NPV 로 향후 기대배당금을 자본비용으로 할인한 현재가치의 합은 **139,571** 원이 됩니다. 이 값은 예측기간을 길게 할수록 커집니다.

[1] 현재 (09.1)전국은행연합회 http://www.kfb.or.kr/ 공시된 은행 예금 상품 중 가장 고금리

2)최근 3 기간 동안의 평균 성장률(10.55%)만큼 성장하다가 4.76%에 수렴하는 경우

33 기	34 기	35 기	36 기	37 기
₩1,271	₩1,467.43	₩1,694.88	₩1,957.58	₩2,261.01
38 기	**39 기**	**40 기**	**41 기**	**42 기**
₩2,434.20	₩2,620.66	₩2,821.41	₩3,037.53	₩3,270.20
잔여가치				
263511.7				

<제목 : 10 년간 기대 배당금 자료출처 : 투자클럽 골든구스>

첫 5 년은 평균 성장률인 10.55% 성장, 그 이후 5 년간 10.55%와 4.76%의 평균값인 7.66% 성장, 이후 4.76% 성장을 가정하였습니다. 42 기 이후에는 고든모형을 이용하여 미래가치를 계산하였습니다. 자본비용으로 할인한 현재가치의 합은 **153,921** 이 됩니다.

3)현 성장률(4.76%)이 계속되는 경우

고든모형을 이용하여 주가를 계산합니다. 1100*1.0476 / 0.0606-0.0476 을 계산하면 **88,643** 원이 됩니다.

4)삼성경제연구소 예측 대한민국 2009 년 경제성장률 3.2%만큼 성장

역시 고든모형을 이용합니다. 1100*1.03 / 0.0606-0.0476 을 계산하면 **87,154** 원이 됩니다.

골든구스

2. 초과이익모형 RIM

RIM 모형은 기업의 가치를 자기자본과 미래 초과이익의 현재가치의 합으로 봅니다. 여기서 자기자본은 기차자기자본을 말하는 것으로 전기기말자본에 배당금을 차감한 값입니다. 초과이익은 (ROE-자본비용)에 기초자기자본을 곱한 값입니다. 즉 처음에 가지고 있던 돈으로 1 년 동안 최소요구수익률 이상으로 얼마나 벌었냐를 의미하는 것입니다.

2008 기말 자기자본 = 530,230,000,000 원

2008 배당지불액 = 37,938,932,900 원

2009 기초 자기자본 = 492,291,067,100 원

ROE(예측)는 2009 년에도 BM 의 심각한 훼손이 없이 때문에 큰 변동이 없을 것으로 예상되어 최근 3 년간의 ROE 평균값인 21.3%로 측정했습니다.

에스원의 자기자본은 5 년간 매년 5.1%씩 성장해왔으며 차입금이 없기 때문에 초과이익의 성장률을 자기자본의 성장률로 대체해도 무방합니다.

아래는 예상할 수 있는 각각의 시나리오입니다.

1) 에스원이 현재의 성장률(5.1%)을 지속할 것이다.
2) 삼성경제연구소 2009년 경제성장 예측치인 3.2%로 성장률이 떨어질 것이다.
3) 성장하지 않는다.

1) 의 시나리오에 의하면 초과이익은 (0.213 - 0.0606) * 492,291,067,100 = 75,025,158,626

초과이익이 5.1%씩 지속적으로 성장하므로 고든모형을 이용하여 현재가치의 합을 계산합니다.

미래 초과이익의 현재가치의 합 = 1,301,178,906,204

2009 기초 자기자본 = 492,291,067,100 원

기업가치 = 1,793,469,973,304 원

유통주식수 = 34,469,039

주식가치 = 52031.33 원

2)초과이익이 3.2%로 지속적으로 성장한다면

미래 초과이익의 현재가치의 합 = 1,277,656,166,701

기업가치 = 3,071,126,140,005

주식가치 = 51348.9 원

3)성장하지 않는다면 미래 초과이익의 현재가치의 합은 초과이익을 자본비용으로 나눈 값과 같다.

미래 초과이익의 현재가치의 합 = 1,238,038,921,221

기업가치 = 1,730,329,988,321

주식가치 = 50199.54 원

3 가지 상황모두 에스원이 새로운 투자를 하지 않을 것이며 신규 시장 진출/창출이 없을 것을 가정한 결과 값입니다. 또한 현재 경영효율화를 통해 상승하고 있는 ROE 의 증가세를 고려하지 않은 결과 값입니다. 즉 에스원이 현재 보유하고 있는 충분한 재무적 자원을 이용하여 새로운 가능성을 보여주게 된다면 상기의 값은 지금보다 훨씬 상승할 것입니다. 세가지 시나리오를 각각의 가능성에 따라 가중평균하여 RIM 에 의한 가장 보수적인 목표주가를 제시하고자 합니다. 시나리오 1 에 0.7, 2 에 0.2, 3 에 0.1 의 가중치를 줍니다.

적정기업가치 주당 51,712 원

3. EVA

RIM 이 기업의 주주가치에 집중한 모형이라면 EVA 는 전체기업가치를 고려할 수 있는 밸류에이션 기법입니다. 투하자본(영업관련 자산)을 활용하여 WACC(가중평균자본비용, 즉 자기자본비용과 타인자본비용을 동시에 고려)이상으로 벌어들인 부분을 EVA(경제적부가가치)로 보고 투하자본과 EVA 의 합으로 기업의 가치를 평가합니다.

에스원은 금융부채가 없는 무차입기업이기 때문에 EVA 에서 상정하는 투하자본과 RIM 에서의 자기자본은 본질적으로 동일합니다. 동시에 WACC 와 자기자본비용 역시 같아지게 됩니다. 따라서 EVA 는 RIM 에서의 초과이익과 같은 값이 되기 되며, 기업의 가치 역시 동일하게 측정됩니다.

4. 주가배수모형

주가배수모형은 해당기업의 적정 PER 값을 산출하여 주가를 예측하는 방법입니다. 적정 PER 값을 구하는 방법으로 유사기업의 PER 값을 이용하는 방법이 있는데 일반적으로 규모와 사업의 내용면에서 완벽하게 유사한 기업을 찾기는 어렵기 때문에, 동종 산업의 평균 PER 를 이용하는 방법을 씁니다. 에스원의 경우 경쟁업체인 KT 텔레캅, ADT 세콤 모두 상장되어 있지 않으므로 좀더 원론적인 방법을 쓰겠습니다.

앞서 말했듯이 주가는 $P=\frac{D1}{k-g}=\frac{D0(1+g)}{k-g}$ 이며 D0 은 다시 (E*배당성향)으로 바꿀 수 있습니다. 식을 다시 써보면 $P=\frac{E(1-b)(1+g)}{k-g}$ (b 는 내부유보율) 이때 양변을 E 로 나누면 P/E = $\frac{(1-b)(1+g)}{k-g}$ 가 됩니다. 따라서 앞서 배당할인모형에서와 같이 성장률에 따라 적정 PER 값이 결정되게 됩니다.

1)장기적으로 이론 성장률(14.81%)만큼 성장하는 경우

계속적인 초과성장을 가정했을 경우 적정 PER 를 계산하기가 어려우므로 이하의 시나리오에 의한 값을 통하여 추정하도록 하겠습니다. PER 는 성장률에 영향을 받으므로 3),4)의 경우보다는 높을 것으로 예상할 수 있습니다.

2)최근 3 기간 동안의 평균 성장률 (10.55%)만큼 성장하다가 4.76%에 수렴하는 경우

초과성장하는 기업의 적정 PER 를 구하는 방법이 따로 있긴 하지만 아래의 3), 4)의 경우보다 높을 것으로 예상하는 것으로 마칩니다.

3)현 성장률(4.76%)이 계속되는 경우

에스원의 EPS 는 잠정실적 공시의 자료를 이용하여 계산하였습니다. 당해 잠정 순이익인 1149 억에 유통주식수인 34,469,039 주를 나누면 3336 원의 EPS 가 나옵니다. 0.3164 * 1.0476 / 0.0606 – 0.0476 을 계산하면 적정 PER 는 25.5 배가 됩니다. EPS 에 적정 PER 를 곱하면 **85,002.47 원**의 주가가 계산됩니다.

4)삼성경제연구소 예측 대한민국 2009 년 경제성장률 3.2%만큼 성장

마찬가지의 방법으로 3.2%의 성장을 가정했을 때 적정 PER 는 11.42 배가 됩니다. 이에 따라 주가는 **38,057.6 원**이 됩니다.

그러나 배당할인모형에 근거한 주가배수모형은 PER 를 성장률 외에도 배당성향에도 영향을 받으며 순증하는 것으로 나타나게 됩니다. 성장률은 배당보다는 내부유보를 해서 재투자가 이루어졌을 때 상승하기 때문에 설명력이 떨어지게 됩니다. 따라서 RIM 으로 주가배수모형을 도출해보고자 합니다.

RIM 에서 주식의 가치는

P = 주당순자산 + 미래초과이익의 현재가치

= 기초 주당순자산 + 주당순이익 – 배당 + 미래초과이익의 현재가치

양변을 주당순이익 E 로 나누면

$$P/E = 1 + \frac{BV0}{E} - \frac{D0}{E} + \frac{\text{미래초과이익의 현재가치}}{E}$$

여기서 배당금은 PER 는 배당과 상관없이 기업이 얼마나 벌어들였는지를 나타내기 때문에 우변의 배당금 부분을 좌변으로 옮긴다.

$$P(\text{배당합산})/E = 1 + \frac{BV0}{E} + \frac{\text{미래초과이익의 현재가치}}{E}$$

$$P(\text{배당합산})/E = 1 + \frac{1}{ROE} + \frac{\text{미래초과이익의 현재가치}}{E}$$

PER 는 ROE 가 낮을수록, 미래초과이익이 클수록 커지는 것을 알 수 있습니다. 즉 PER 가 높은 기업은 성장성이 큰 기업이거나 일시적 손실 때문에 현재의 ROE 가 많이 낮아져있는 기업입니다. 앞서 RIM 에서의 방법으로 PER 를 측정해보겠습니다.

1)현재의 성장률(5.1%)를 지속한다.

ROE = 21.3%

미래초과이익의 현재가치(주당) = 37,749.20752

EPS = 3336

PER = 1 + 4.7 + 11.32 = 17 배

P = PER * EPS = **56,778.7 원**

2)3.2%로 성장 지속

미래초과이익의 현재가치(주당) = 37,066.78

PER = 1 + 4.7 + 11.11 = 16.8 배

P = **56,082 원**

3)성장하지 않는 경우

미래초과이익의 현재가치(주당) = 35917.42

PER= 1 + 4.7 + 10.77 = 16.47

P = **54932.6 원**

이상으로 배당할인모형과 RIM, EVA, 주가배수모형을 통하여 에스원을 밸류에이션 해보았습니다. 이 중 어떠한 방법도 기업의 가치를 정확하게 설명한다고 장담할 수 없습니다. 그러나 저희는 최대한 보수적인 가정으로 측정했고 그 결과 나온 상기의 수치는 에스원을 매수해서 얻을 수 있는 최소한의 수익은 어느 정도 설명해줄 것으로 생각됩니다. 많은 결과값 중 단 한 경우를 제외하고는 현재의 에스원 주가보다 높습니다. 저희는 목표값을 자신있게 제시할 수는 없지만(실은 그 누구도 못하겠지만) 지금 저평가되어 있다는 것은 확실해 보입니다.

VI. 결론

지금까지 에스원이 영위하는 산업분석. 에스원의 비즈니스모델, 경쟁기업분석, 경영진분석, 재무분석, 리스크분석, 밸류에이션 분석 등을 끝마쳤습니다. 에스원은 과거 높은 성장을 했고, 현재는 성장이 정체된 모습으로 보입니다. 하지만 여전히 에스원의 수익성은 경쟁업체 및 기타 상장기업들에 비해서 우수하며, 재무적으로 매우 안정된 모습을 보여주고 있습니다. 또한 경제발전에 따른 성장가능성 역시 아직 에스원의의 투자매력입니다. 이에 투자클럽 에스원 리서치팀(파트너 이제한, 민희수)에서는 에스원의 매수를 추천합니다.