

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

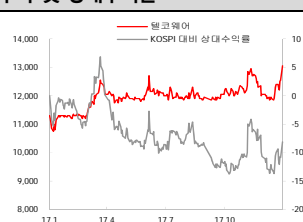
Company Data

자본금	50 억원
발행주식수	970 만주
자사주	408 만주
액면가	500 원
시가총액	1,251 억원
주요주주	
텔코웨어 자사주	42.01%
금한태 외	29.19%
외국인지분률	2.30%
배당수익률	3.80%

Stock Data

주가(18/01/30)	12,900 원
KOSPI	2598.19 pt
52주 Beta	0.19
52주 최고가	13,050 원
52주 최저가	10,750 원
60일 평균 거래대금	2 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.3%	2.8%
6개월	8.8%	0.5%
12개월	16.5%	-6.6%

텔코웨어 (078000/KS | 매수(신규편입) | T.P 25,000 원(신규편입))

5G 투자확대에도 영업가치는 반영이 안되었다.

주요 사업은 Core Network에 해당되는 음성핵심망과 무선데이터 솔루션이다. 5G 투자 확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드가 본격화되고 있다. 2018 년 매출액 530 억원, 2019년에는 715 억원까지 증가하고, 내년 영업이익은 2013년 이후 처음으로 1 백억원을 상회할 것으로 예상된다. 현 주가는 7 백억원에 달하는 순현금과 자사주 보유분 42%만을 반영하고 있다. 5G 라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 전혀 안된 상황이다.

5G 투자확대에 따른 수혜

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 최근 스몰셀, RF 부품, 중계기 등 5G 관련 하드웨어 업체들의 주가는 단기간에 큰 폭의 상승세를 시현했지만 동사와 같은 소프트웨어업체 들은 주목을 받지 못했다. 그러나 망투자는 하드웨어와 소프트웨어 투자가 함께 이루어 진다. 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어업체가 소외 받을 이유가 없다. 텔코웨어의 경우 다음과 같은 이유로 수혜를 받을 것이다. 첫째, IoT-HSS(Home Subscriber Server) 솔루션이다. IoT 단말의 위치등록과 상태관리, 가입자 DB 등을 관리하는 것으로 IoT 단 말기의 대수가 늘어날수록 관련 투자는 증가한다. 5G 시대는 전송속도와 응답속도가 획 기적으로 개선되면서 사물인터넷 디바이스가 폭증할 것으로 예상된다. 둘째, 네트워크의 가상화이다. SKT는 이미 LTE 코어 네트워크망에 SDN과 NFV를 상용화시켰고, 동사 도 삼성전자, HPE 등과 함께 참여하였다. 최근에는 가상화 기반의 IMS를 준비중에 있 다. 셋째, 5G EPC(Evolved Packet Core)이다. 5G 망에서 Data 서비스를 제공하기 위한 시스템으로, 패킷 교환기로도 불린다. 현재 노키아와 함께 제품을 개발하고 있으며 국내 의 주요 통신사 공급을 위해서 지난해 9월 MOU를 체결하였다.

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원으로 신규편입

5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드가 본격화되고 있다. 현 주가는 7 백억원에 달하는 순현금과 자사주 보유분 42%만을 반영하고 있다. 5G 라는 중장기 적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 전혀 안된 상황이다. 실적개선으로 영 업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다. 투자의견 매수, 목 표주가 25,000 원을 제시하고 신규편입한다.

영업실적 및 투자지표

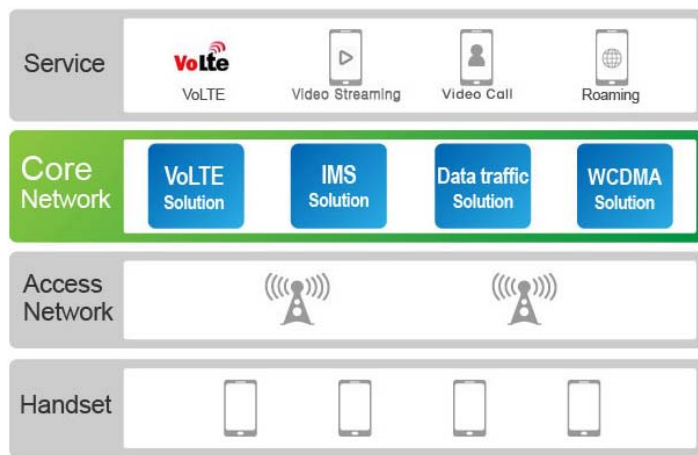
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	506	594	409	413	530	715
yoy	%	-23.0	17.2	-31.1	1.1	28.2	34.9
영업이익	억원	80	84	46	56	75	126
yoy	%	-38.8	4.9	-45.1	20.9	33.7	68.5
EBITDA	억원	96	100	62	74	95	144
세전이익	억원	96	94	55	73	92	145
순이익(지배주주)	억원	79	81	44	63	76	119
영업이익률%	%	15.8	14.2	11.3	13.5	14.1	17.6
EBITDA%	%	18.9	16.8	15.2	17.8	17.8	20.2
순이익률	%	15.5	13.6	10.8	15.1	14.3	16.6
EPS	원	810	835	455	644	780	1,221
PER	배	15.2	16.8	25.3	18.7	16.7	10.7
PBR	배	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.7	6.7	6.5	5.4	4.6	2.3
ROE	%	8.0	7.9	4.2	5.8	6.8	10.0
순차입금	억원	-556	-696	-713	-774	-836	-939
부채비율	%	15.4	14.4	10.2	10.5	11.6	14.7

주요 사업은 음성핵심망과 무선데이터 솔루션

유무선 통신 솔루션 전문기업, 주요 사업은 음성핵심망과 무선데이터 솔루션, 주요 고객은 SKT

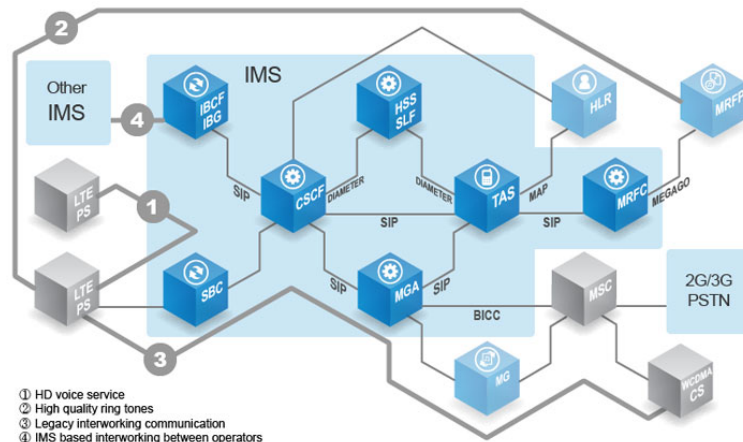
Core Network 에 해당되는 VoLTE Solution, IMS Solution, Data Traffic Solution 등을 공급하는 유무선 통신 솔루션 전문기업이다. 주요 사업은 음성핵심망과 무선데이터 솔루션이다. 음성핵심망은 HLR(Home Location Register, 이동 통신 가입자 정보를 실시간으로 관리), NPDB(Number portability Database, 번호 이동성 능력을 제공하기 위한 데이터베이스) 등이 있다. 무선데이터에는 IMS(IP Multimedia Subsystem, IP 를 기반으로 HD voice 와 같은 멀티미디어 서비스 제공), CSCF(Call Session Control Function, 접속점 역할) 등이 있다. 매출비중은 지난해 기준으로 음성핵심망 40%, 무선데이터 60%이며 주요 고객은 SKT 로 최대 매출처이다.

사업분야



자료 : 텔코웨어

VoLTE(Voice over LTE)망 구성도



자료 : 텔코웨어

5G 시대 도래, SW 업체도 간다

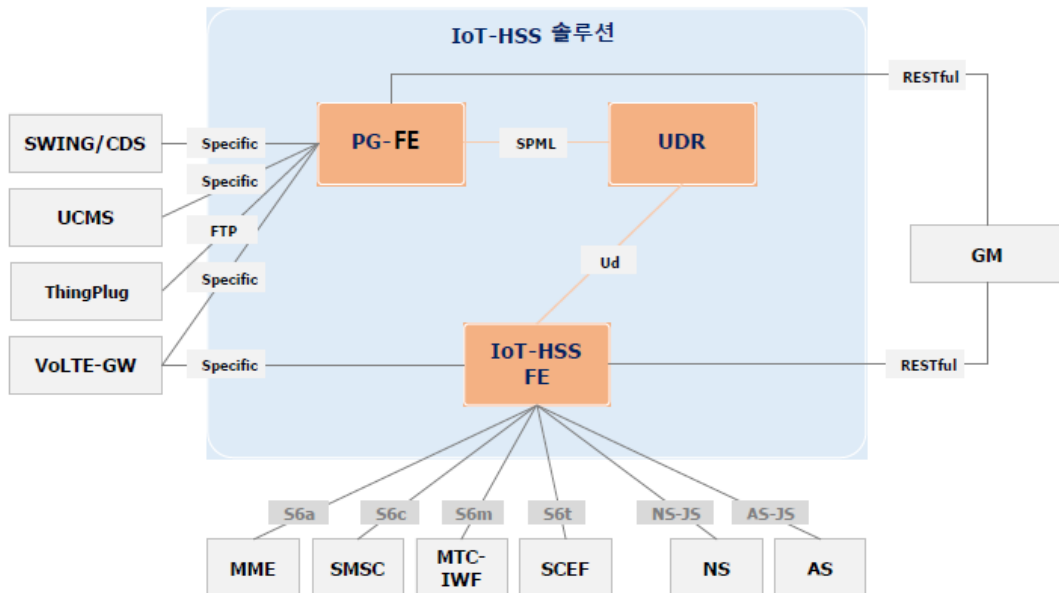
5G 투자확대에 따른 수혜 가능, 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어 업체도 소외 받을 이유 없음

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 최근 스몰셀, RF 부품, 중계기 등 5G 관련 하드웨어업체들의 주가는 단기간에 큰 폭의 상승세를 시현했지만 동사와 같은 소프트웨어 업체들은 주목을 받지 못했다. 그러나 망투자는 하드웨어와 소프트웨어 투자가 함께 이루어진다. 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어업체가 소외 받을 이유가 없는 것이다. 텔코웨어의 경우 다음과 같은 이유로 수혜를 받을 것이다.

첫째, IoT-HSS 솔루션, IoT 단말기가 늘어날수록 관련 투자는 증가, 사물인터넷 디바이스 폭증할 것

첫째, IoT-HSS(Home Subscriber Server) 솔루션이다. IoT 단말의 위치등록과 상태관리, 가입자 DB 등을 관리하는 것으로 IoT 단말기의 대수가 늘어날수록 관련 투자는 증가한다. 5G 시대는 전송속도와 응답속도가 획기적으로 개선되면서 사물인터넷 디바이스가 폭증할 것으로 예상된다. 이러한 디바이스를 효율적으로 관리하기 위해 통신사들의 IoT-HSS 투자도 자연스럽게 증가할 것이다. 과거 이동사 가입자 증가에 따른 HLR 투자확대가 그 예라 할 수 있다. 자율주행차, VR/AR 기기 증가도 투자증가를 견인하는 요인이다. IoT-HSS 는 단말기의 위치등록과 상태관리를 처리하는 IoT-HSS FE, 통합 가입자 DB 서버 시스템인 UDR, 고객관리 시스템과 연동하여 가입/해지를 관리하는 PG-FE 로 구성되어 있다.

IoT-HSS 솔루션



자료 : 텔코웨어

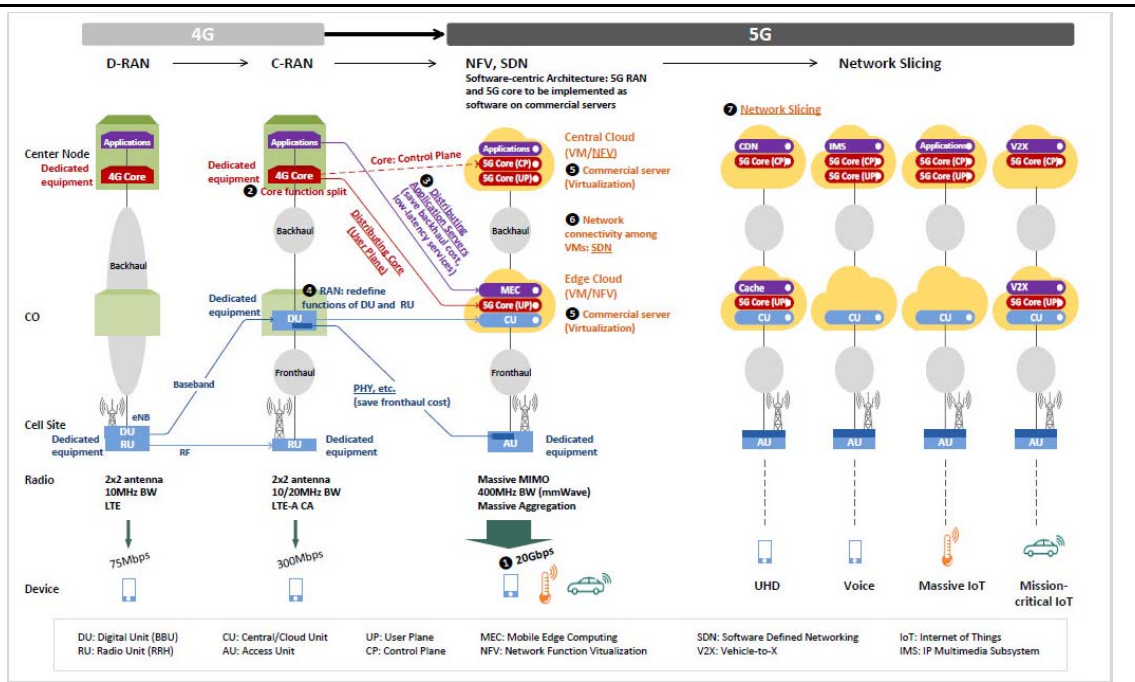
둘째, 네트워크의 가상화로 주된 사업영역인 코어망도 가상화, 최근 가상화 기반의 IMS 를 준비중

둘째, 네트워크의 가상화이다. 네트워크의 가상화가 진행됨에 따라 동사의 주된 사업영역인 코어망도 가상화되기 때문이다. 최대 고객사인 SKT 는 5G 시대를 선도하고자 SDN(Software-Defined Networks, 소프트웨어 정의 네트워크)과 NFV(Network Functions Virtualization, 네트워크 기능 가상화)구현에 박차를 가하고 있다. SDN 과 NFV 의 가장 큰 특징은 하드웨어와 소프트웨어를 분리하는 것이다. 통신장비와 소프트웨어가 분리되면 개방적이고 유연한 네트워크의 운영이 가능해진다. 하드웨어의 역할이 감소하면서 장비기능이 가상화되는 것이다. SDN 환경하에서는 필요에 따라 네트워크를 쪼개어 사용할 수 있다. IoT, 비디오, 음성 등을 서비스별로 최적화해 고객 맞춤형 서비스를 제공하게 된다.

NFV MANO 솔루션 개발, 하드웨어가 추상화된 가상화 기반에서 서비스 소프트웨어를 탑재시켜 운영하는 클라우드 서비스

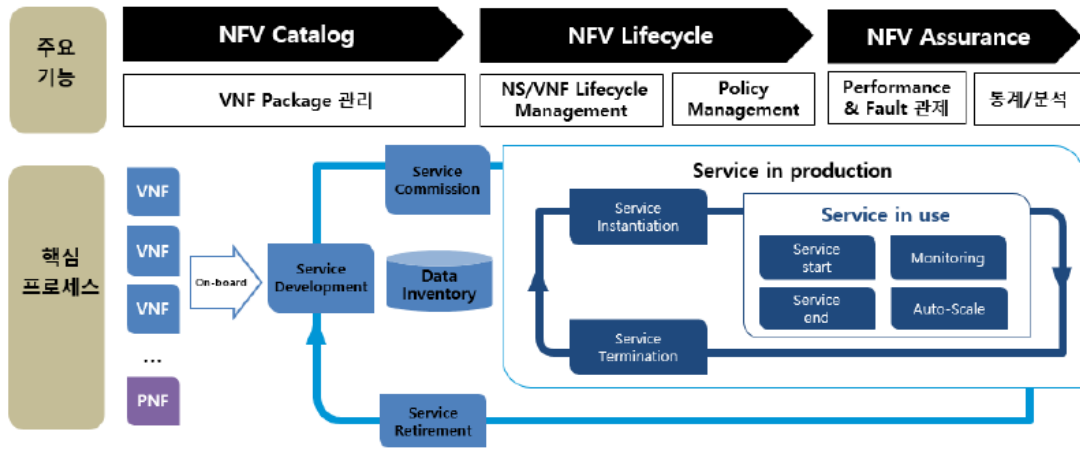
SKT 는 이미 LTE 코어 네트워크망에 SDN 과 NFV 를 상용화시켰고, 동사도 삼성전자, HPE 등과 함께 참여하였다. 최근에는 가상화 기반의 IMS 를 준비중에 있다. 동사가 개발한 NFV MANO(Management and Orchestration)솔루션은 하드웨어가 추상화된 가상화 기반에서 서비스 소프트웨어를 탑재시켜 운영하는 클라우드 관리서비스이다.

네트워크의 가상화



자료 : 언론자료

NFV MANO 솔루션

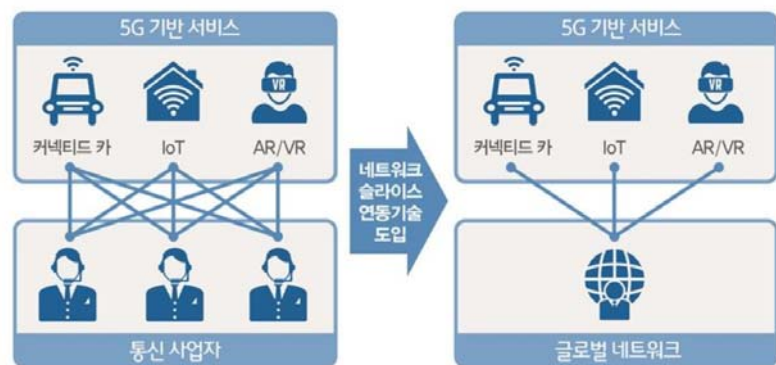


자료 : 텔코웨어

에릭슨, 화웨이 등 글로벌 네트워크 장비 기업들의 다양한 시스템 가상화 구현

지난해 MWC2017 에서도 시스템의 가상화가 다양하게 소개되었다. 에릭슨, 화웨이, 노키아 등 글로벌 네트워크 장비 기업들이 새로운 서버들을 제작하고, 여기에 새로운 서비스를 가상화된 방식으로 장착한 것을 보여주었다. 5G 시대 도입에 따라 스마트폰 뿐만 아니라 다양한 스마트 기기의 활용도가 높아지고 데이터양이 급증하게 되면서 하드웨어를 소프트웨어로 만드는 가상화가 가속화되고 있다. 에릭슨은 SKT, 도이치텔레콤과 함께 사업자 간 네트워크 슬라이스 연동기술을 선보였고, 화웨이는 백본부터 무선 장비까지 모든 네트워크 장비를 가상화하는데 성공하였다.

네트워크 슬라이스 연동 기술



[그림] 네트워크 슬라이스 연동 기술 도입 전·후

자료 : SKT

셋째, 5G EPC(Evolved Packet Core), 5G 망에서 Data 서비스를 제공하기 위한 시스템, 노키아와 공동 개발 및 통신사 공급을 위한 MOU 체결

셋째, 5G EPC(Evolved Packet Core)이다. 5G 망에서 Data 서비스를 제공하기 위한 시스템으로, 패킷 교환기로도 불린다. 단말 인증이나 세션관리는 물론 IP 할당, 외부 인터넷 망 연결 등의 기능을 수행하는 다양한 제품으로 구성되어 있는 인프라시스템이다. 현재 노키아와 함께 제품을 개발하고 있으며 국내외 주요 통신사 공급을 위해서 지난해 9월 MOU를 체결하였다.

실적 및 밸류에이션

2017년부터 실적회복 시작, 금년부터 실적개선 본격화, 2018년 매출액 및 영업이익 각각 28%, 34% 증가 예상

2017년 매출액 413억원, 영업이익 56억원으로 전년대비 각각 1.0%, 21.7% 증가가 예상된다. 외형증가에 비해 수익개선폭이 큰 것은 IoT 관제서비스 감소 등 제품믹스 개선에 기인한다. 2018년에도 실적개선 추세는 이어질 것이다. IMS와 HLR의 증가, 신규서비스 런칭이 예정되어 있기 때문이다. 2018년 매출액은 530억원, 영업이익 75억원으로 각각 28.3%, 33.9% 증가가 예상된다. 중장기적인 상황은 더 긍정적이다. 2018년 하반기 이후 5G 투자가 본격화됨에 따라 IoT-HSS, NFV MANO 등 관련 제품의 매출이 크게 증가할 것으로 전망된다.

투자이견 매수, 목표주가 25,000원을 제시하고 신규편입, 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드 본격화

투자이견 매수, 목표주가 25,000을 제시하고 신규편입한다. 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드가 본격화되고 있다. 2016년 409억원까지 하락했던 매출액이 2018년 530억원, 2019년에는 715억원까지 증가하고, 내년 영업이익은 2013년 이후 처음으로 1백억원을 상회할 것으로 예상된다. 현 주가는 7백억원에 달하는 순현금과 자사주 보유분 42%만을 반영하고 있다. 5G라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 전혀 안된 상황이다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다. 목표주가는 영업가치와 자산가치를 고려하여 산출(2018~19년 평균)하였다.

실적추이	(단위: 억원)						
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
음성핵심망	116	159	240	87	163	205	240
무선데이터	504	344	350	319	247	320	460
기타	37	3	4	3	3	5	15
매출합	657	506	594	409	413	530	715
영업이익	131	80	84	46	56	75	126
영업이익률	19.9%	15.8%	14.1%	11.2%	13.6%	14.2%	17.6%
세전이익	127	93	91	56	73	93	146
순이익	108	76	78	45	63	76	119

자료: SK 증권 추정

목표주가 산출내역

(단위: 억원 배 원)

	2018E	2019E
EBITDA	95	144
Multiple(x)	10.0	10.0
영업가치(A)	950	1,440
순차입금(B)	-868	-1,005
자사주(C)	353	353
기업가치(D=A-B+C)	2,171	2,798
주당기업가치(E)	22,379	28,843

자료 SK 증권 추정

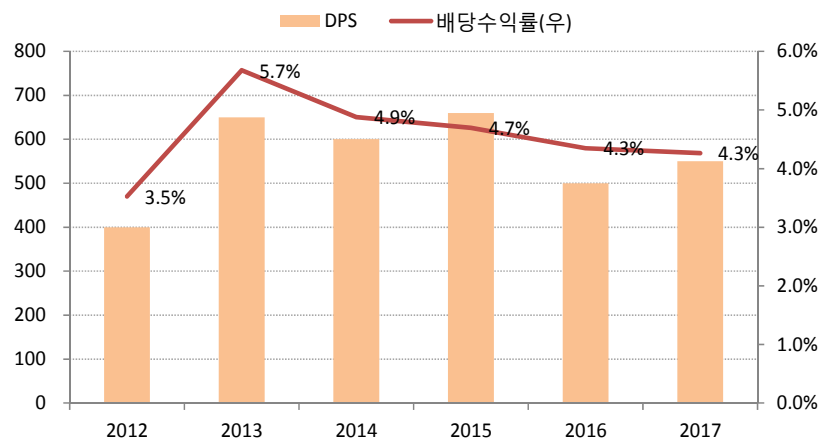
주: 자사주는 30%할인 적용, 순차입금은 연말 기준

5 개년 연속 시가배당률 4% 상회, 실적회복에 따라 배당여력 증가할 것으로 예상

참고로 높은 배당수익률도 매력적인 요인이다. 700 억원에 달하는 순현금과 꾸준한 현금창출능력을 바탕으로 5 개년 연속 시가배당률이 4%를 상회할 것으로 예상된다. 2016 년을 저점으로 점진적인 실적회복이 기대되는 만큼 주당 배당금도 상향될 가능성이 높다.

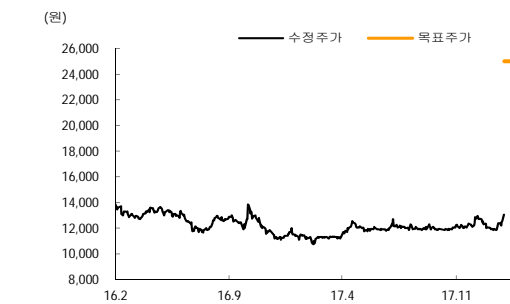
DPS 와 배당수익률

(단위: 원)



자료 : 텔코웨어

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.31	매수	25,000원	6개월		
2016.10.25	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 31 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	787	762	825	896	1,016
현금및현금성자산	296	453	223	286	389
매출채권및기타채권	65	36	38	46	62
재고자산	5	0	0	0	0
비유동자산	409	398	379	374	390
장기금융자산	15	22	21	21	21
유형자산	243	237	230	224	219
무형자산	74	74	62	52	43
자산총계	1,197	1,160	1,204	1,270	1,406
유동부채	121	83	88	105	141
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	105	71	76	91	123
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	30	25	26	27	39
장기금융부채	18	10	10	10	10
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	9	11	12	14	23
부채총계	151	107	114	132	180
지배주주지분	1,046	1,053	1,090	1,138	1,225
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	383	383	383	383	383
기타자본구성요소	-337	-337	-337	-337	-337
자기주식	-337	-337	-337	-337	-337
이익잉여금	950	956	991	1,036	1,121
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,046	1,053	1,090	1,138	1,225
부채외자본총계	1,197	1,160	1,204	1,270	1,406

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	149	34	66	84	127
당기순이익(손실)	81	44	63	76	119
비현금성항목등	20	28	17	19	26
유형자산감가상각비	11	11	10	13	13
무형자산감가상각비	4	5	8	7	5
기타	7	12	1	-5	-5
운전자본감소(증가)	58	-25	0	6	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	71	30	-3	-7	-16
재고자산감소(증가)	-5	5	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-34	5	15	32
기타	-9	-26	-2	-1	-7
법인세납부	-10	-13	-13	-17	-26
투자활동현금흐름	-78	160	-268	10	10
금융자산감소(증가)	-87	148	-292	0	0
유형자산감소(증가)	-7	-4	-3	-7	-8
무형자산감소(증가)	5	-7	4	4	4
기타	11	24	24	13	14
재무활동현금흐름	-34	-37	-28	-31	-34
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-34	-37	-28	-31	-34
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	38	157	-229	63	103
기초현금	258	296	453	223	286
기말현금	296	453	223	286	389
FCF	148	60	69	84	127

자료 : 텔코웨어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	594	409	413	530	715
매출원가	397	244	245	319	436
매출총이익	196	165	168	211	279
매출총이익률 (%)	33.1	40.5	40.7	39.8	39.0
판매비와관리비	112	119	113	136	153
영업이익	84	46	56	75	126
영업이익률 (%)	14.2	11.3	13.5	14.1	17.6
비영업손익	10	9	17	18	19
순금융비용	-13	-12	-12	-13	-14
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	2	-1	0	0	0
세전계속사업이익	94	55	73	92	145
세전계속사업이익률 (%)	15.9	13.4	17.5	17.4	20.2
계속사업법인세	13	11	10	17	26
계속사업이익	81	44	63	76	119
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	81	44	63	76	119
순이익률 (%)	13.6	10.8	15.1	14.3	16.6
지배주주	81	44	63	76	119
지배주주귀속 순이익률(%)	13.64	10.78	15.12	14.29	16.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	81	44	65	79	121
지배주주	81	44	65	79	121
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	100	62	74	95	144

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	17.2	-31.1	1.1	28.2	34.9
영업이익	4.9	-45.1	20.9	33.7	68.5
세전계속사업이익	-1.6	-41.7	32.0	27.3	56.5
EBITDA	4.2	-37.8	19.1	28.1	52.7
EPS(계속사업)	3.1	-45.6	41.8	21.1	56.5
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.2	5.8	6.8	10.0
ROA	6.9	3.7	5.3	6.1	8.9
EBITDA마진	16.8	15.2	17.8	17.8	20.2
안정성 (%)					
유동비율	652.5	922.3	936.3	854.2	718.3
부채비율	14.4	10.2	10.5	11.6	14.7
순차입금/자기자본	-66.5	-67.8	-71.0	-73.5	-76.7
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	835	455	644	780	1,221
BPS	10,782	10,850	11,234	11,725	12,629
CFPS	995	617	829	985	1,412
주당 현금배당금	660	500	550	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.7	30.7	20.1	16.7	10.7
PER(최저)	14.0	24.4	16.7	15.2	9.7
PBR(최고)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
PCR	14.1	18.6	14.5	13.3	9.2
EV/EBITDA(최고)	9.0	10.3	6.6	4.6	2.3
EV/EBITDA(최저)	4.4	5.9	3.7	3.3	1.5