

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

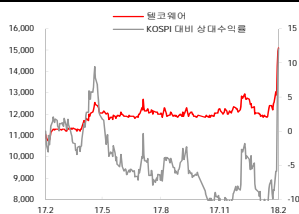
Company Data

자본금	50 억원
발행주식수	970 만주
자사주	408 만주
액면가	500 원
시가총액	1,465 억원
주요주주	
텔코웨어 자사주	42.01%
금한태 외	29.19%
외국인지분률	2.60%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(18/02/02)	15,100 원
KOSPI	2525.39 pt
52주 Beta	0.17
52주 최고가	15,100 원
52주 최저가	10,750 원
60일 평균 거래대금	8 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	25.3%	23.0%
6개월	25.3%	20.5%
12개월	36.7%	12.1%

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

저평가 해소는 이제 시작

5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드 본격화되고 있다. 5G 라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 7 백억원에 달하는 순현금, 보유 자사주 지분을 42%, 배당수익률이 5 년 연속 4%를 상회하고 있기 때문이다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다. 투자 의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다.

5G 투자확대에 따른 수혜 가능한 이유 3 가지

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 주요 소프트웨어 수요가 늘어날 것이기 때문이다. 첫째, IoT 의 위치등록과 상태관리 등을 관리하는 IoT-HSS(Home Subscriber Server) 솔루션이다. 둘째, 효율성을 극대화한 네트워크의 가상화이다. 셋째, 5G 망에서 Data 서비스를 제공하기 위한 시스템인 5G EPC(Evolved Packet Core)이다. 최근 5G 관련 하드웨어업체들의 주가는 단기간에 큰 폭의 상승세를 시현했지만 동사와 같은 소프트웨어업체들은 주목을 받지 못했다. 그러나 망투자는 하드웨어와 소프트웨어 투자가 함께 이루어진다. 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어업체가 소외 받을 이유가 없다.

2018 년 매출 및 영업이익 증가율은 각각 28%, 34%

IMS 와 HLR 의 증가, 신규서비스 런칭으로 인해 2018 년 매출액은 530 억원, 영업이익 75 억원, 전년 대비 각각 28.3%, 33.9% 증가가 예상된다. 중장기적인 상황은 더 긍정적이다. 2018 년 하반기 이후 5G 투자가 본격화됨에 따라 IoT-HSS, NFV MANO 등 관련 제품의 매출이 크게 증가할 것으로 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원

투자의견 매수, 목표주가 25,000 을 유지한다. 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드 본격화되고 있다. 5G 라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 7 백억원에 달하는 순현금, 보유 자사주 지분을 42%, 배당수익률이 5 년 연속 4%를 상회하고 있기 때문이다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다.

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	19.4	12.4
PBR	배	1.2	1.3	1.1	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	6.7	6.7	6.5	5.4	6.7	3.6
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

5G 시대에 수혜가 가능한 이유 3 가지

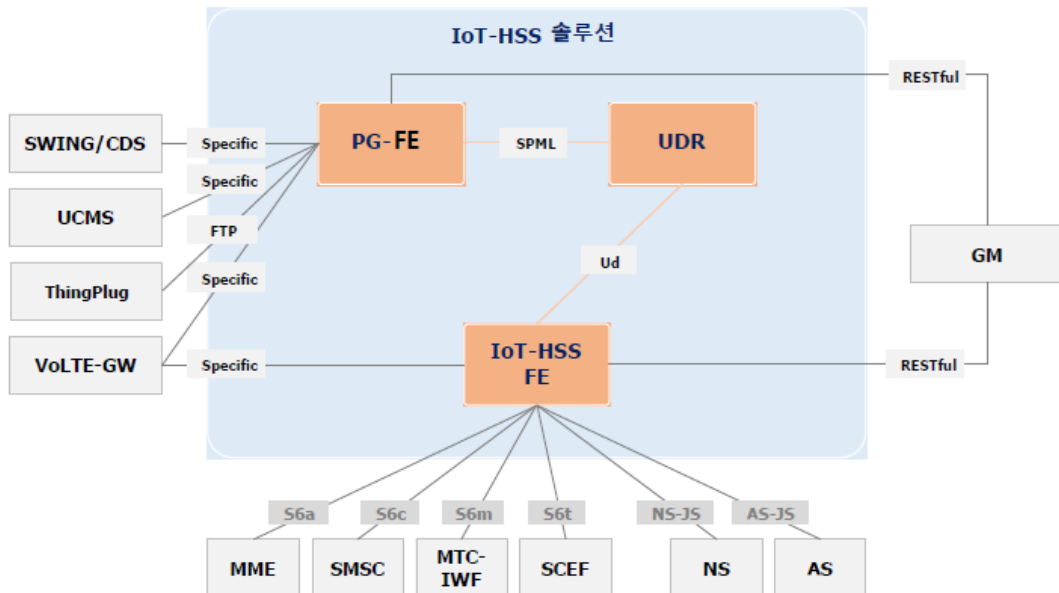
5G 투자확대에 따른 수혜 가능, 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어업체도 소외 받을 이유 없음

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 소프트웨어 수요의 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

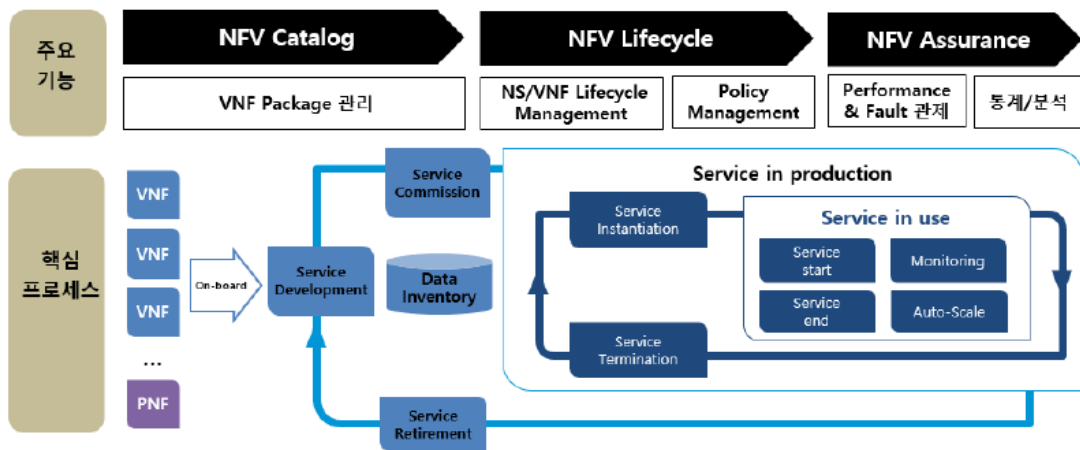
둘째, 네트워크의 가상화로 주된 사업영역인 코어망도 가상화, 최근 가상화 기반의 IMS 를 준비중

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 NANO 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 NANO(Management and Orchestration)솔루션은 하드웨어가 추상화된 가상화 기반에서 서비스 소프트웨어를 탑재시켜 운영하는 클라우드 관리서비스이다.

NFV MANO 솔루션



자료 : 텔코웨어

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 9 월 MOU 를 체결하였다.

실적 및 밸류에이션

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

2017년 매출액 413 억원, 영업이익 56 억원으로 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 530 억원, 영업이익 75 억원으로 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.

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원
5G 투자확대와 신규서비스
매출증가에 힘입어 턴어라운드
본격화

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원을 유지한다. 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드가 본격화되고 있다. 현 주가는 7 백억원에 달하는 순현금과 자사주 보유분 42%만을 반영하고 있다. 5G라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다. 목표주가는 영업가치와 자산가치를 고려하여 산출(2018~19년 평균)하였다. 참고로 배당매력도 뛰어나다. 5년 연속 배당수익률이 4%를 상회하고 있다.

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

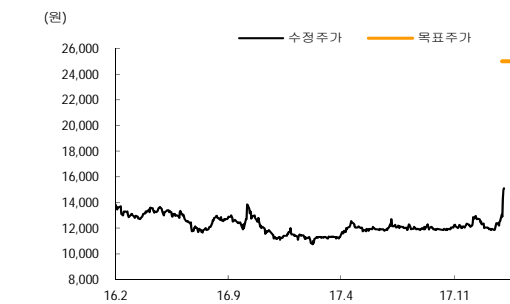
(단위: 억원 배 원)

	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

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.05	매수	25,000원	6개월		
2018.01.30	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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 30일 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	19.4	12.4
PER(최저)	14.0	24.4	16.7	15.2	9.7
PBR(최고)	1.5	1.3	1.2	1.3	1.2
PBR(최저)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
PCR	14.1	18.6	14.5	15.3	10.7
EV/EBITDA(최고)	9.0	10.3	6.6	6.7	3.6
EV/EBITDA(최저)	4.4	5.9	3.7	3.3	1.5