

# 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	1,320 억원
주요주주	
텔코웨어 자사주 펀드	6.71%

외국인지분률	3.00%
배당수익률	4.30%

## Stock Data

주가(18/06/25)	13,500 원
KOSPI	2357.88 pt
52주 Beta	0.48
52주 최고가	16,500 원
52주 최저가	11,850 원
60일 평균 거래대금	6 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.6%	0.9%
6개월	10.6%	14.5%
12개월	15.3%	15.9%

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

## 5G 투자는 소프트웨어업체에게도 기회 요인

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 소프트웨어업체도 하드웨어업체와 수혜의 정도 측면에서 다를 바가 없다. 5G 라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 8 백억원에 달하는 순현금, 보유 자사주 지분율 42%, 배당수익률이 5년 연속 4%를 상회하고 있기 때문이다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다.

## 5G 투자확대에 따른 수혜 가능한 이유 3 가지

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 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. 망투자는 하드웨어와 소프트웨어 투자가 함께 이루어진다. 실적이나 모멘텀 측면에서 소프트웨어업체가 소외 받을 이유가 없다.

## 2018년 매출 및 영업이익 증가율은 각각 28%, 34%

IMS와 HLR의 증가, 신규서비스 런칭으로 인해 2018년 매출액은 477 억원, 영업이익 65 억원, 전년 대비 각각 15.3%, 25.0% 증가가 예상된다. 수주 추이를 감안할 때 상반기 보다는 하반기에 실적 개선이 뚜렷할 것이다. 중장기적인 상황은 더 긍정적이다. 2018년 하반기 이후 5G 투자가 본격화됨에 따라 IoT-HSS, NFV MANO 등 관련 제품의 매출이 크게 증가할 것이다. 또한 가상화 솔루션, 영상관계 솔루션에서 거래처 다양화가 이루어지고 있는 점도 주목해야 한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 25,000 원

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원 을 유지한다. 5G 투자확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 실적개선이 가시화되고 있다. 5G 라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 8 백억원에 달하는 순현금, 보유 자사주 지분율 42%, 배당수익률이 5년 연속 4%를 상회하고 있기 때문이다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	594	409	414	477	630	750
yoy	%	17.2	-31.1	1.2	15.3	32.0	19.1
영업이익	억원	84	46	52	65	117	159
yoy	%	4.9	-45.1	12.8	25.0	79.3	36.3
EBITDA	억원	100	62	69	80	144	183
세전이익	억원	94	55	59	78	121	166
순이익(지배주주)	억원	81	44	53	68	105	144
영업이익률%	%	14.2	11.3	12.6	13.6	18.5	21.2
EBITDA%	%	16.8	15.2	16.7	16.7	22.9	24.4
순이익률	%	13.6	10.8	12.8	14.3	16.7	19.3
EPS	원	835	455	547	703	1,087	1,488
PER	배	16.8	25.3	22.0	19.4	12.5	9.1
PBR	배	1.3	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.7	6.5	5.2	5.6	1.9	0.4
ROE	%	7.9	4.2	5.0	6.2	9.0	11.2
순차입금	억원	-696	-713	-807	-879	-1,051	-1,253
부채비율	%	14.4	10.2	10.5	12.6	16.1	17.5

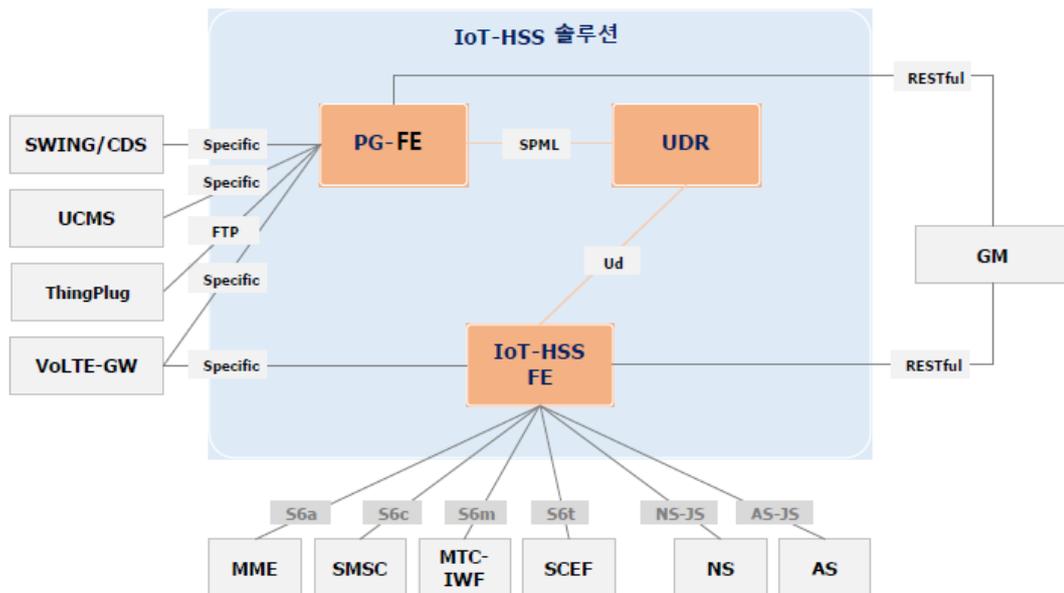
### 5G 시대에 수혜가 가능한 이유 3 가지

음성핵심망과 무선데이터 솔루션 전문업체이다. 음성핵심망에는 가입자의 위치정보와 서비스정보를 관리하는 HLR(Home Location Register), 로밍 서비스를 가능하게 하는 GLR(Gateway Location Register) 등이 있다. 무선데이터 솔루션에는 대용량 데이터 등 멀티미디어 통신을 위한 IMS(IP Multimedia Subsystem), TIS(Telephony & IP Integration System, 레터링, 골키퍼 등의 부가서비스) 등이 있다.

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

5G 투자확대에 따른 수혜가 예상된다. 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-HSS는 단말기의 위치등록과 상태관리를 처리하는 IoT-HSS FE, 통합 가입자 DB 서버 시스템인 UDR, 고객관리 시스템과 연동하여 가입/해지를 관리하는 PG-FE 로 구성되어 있다. SK 텔레콤에 독점 납품될 예정이다. 이미 테스트 장비는 납품되었다. 4 분기에는 신규 발주가 있을 것으로 전망된다.

#### IoT-HSS 솔루션



자료 : 텔코웨어

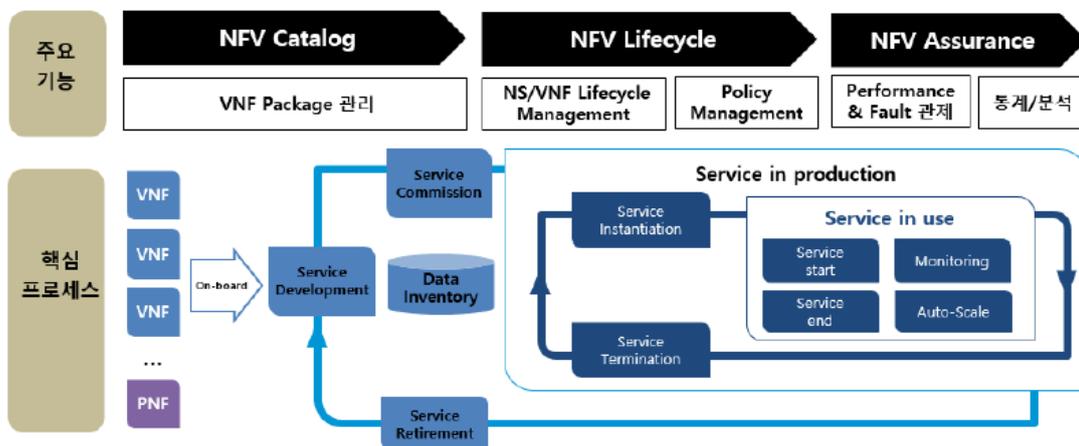
**둘째, 네트워크의 가상화로 주된 사업영역인 코어망도 가상화**

둘째, 네트워크의 가상화이다. 네트워크의 가상화가 진행됨에 따라 동사의 주된 사업영역인 코어망도 가상화되기 때문이다. 통신사들은 SDN(Software-Defined Networks, 소프트웨어 정의 네트워크)과 NFV(Network Functions Virtualization, 네트워크 기능 가상화)구현에 박차를 가하고 있다. 통신망에 필요한 하드웨어를 소프트웨어화 서버 단에서 구현하는 것이다. 통신장비와 소프트웨어가 분리되면 개방적이고 유연한 네트워크의 운영이 가능해지고 설비투자비와 운용비, 설치 면적이 감소하는 효과가 있다. 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**

SKT는 이미 LTE 코어 네트워크망에 SDN과 NFV를 상용화시켰고, 동사도 삼성전자, HPE 등과 함께 참여하였다. 최근에는 가상화 기반의 IMS를 준비중에 있다. 동사가 개발한 NFV MANO(Management and Orchestration)솔루션은 하드웨어가 추상화된 가상화 기반에서 서비스 소프트웨어를 탑재시켜 운영하는 클라우드 관리서비스이다. 최근에는 SK 브로드밴드의 코어망 가상화 프로젝트도 수주하면서 거래처 다변화에도 성공하였다.

**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 9월 MOU를 체결하였다. 국내 이동사 2곳과 품질성능평가를 앞두고 있으며 하반기에는 업체 선정이 완료될 예정이다.

## 실적 및 밸류에이션

### 2018년 매출액 및 영업이익 각각 28%, 34% 증가 예상

2018년에도 실적개선 추세는 이어질 것이다. IMS와 HLR의 증가, 신규서비스 런칭이 예정되어 있기 때문이다. 2018년 매출액은 477억원, 영업이익 65억원으로 각각 15.3%, 25.0% 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.

### 투자 의견 매수, 목표주가 25,000원 5G 투자 확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드 본격화

투자 의견 매수, 목표주가 25,000을 유지한다. 5G 투자 확대와 신규서비스 매출증가에 힘입어 턴어라운드가 본격화되고 있다. 현 주가는 8백억원에 달하는 순현금과 자사주 보유분 42%만을 반영하고 있다. 5G라는 중장기적인 성장모멘텀에도 불구하고 사업가치 반영은 미미하다. 실적개선으로 영업가치가 부각되면서 주가의 저평가 국면도 해소될 것으로 전망된다. 참고로 배당 매력도 뛰어나다. 5년 연속 배당수익률이 4%를 상회하고 있다.

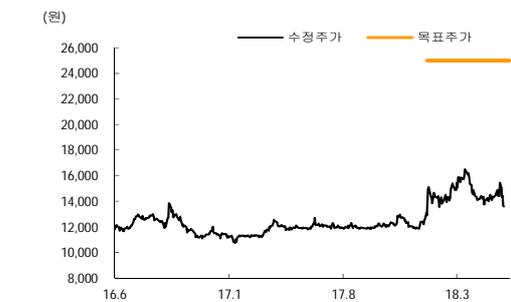
### 실적추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
음성핵심망	116	159	240	87	134	165	210
무선데이터	504	344	350	319	277	307	405
기타	37	3	4	3	3	5	15
<b>매출합</b>	<b>657</b>	<b>506</b>	<b>594</b>	<b>409</b>	<b>414</b>	<b>477</b>	<b>630</b>
영업이익	131	80	84	46	52	65	117
영업이익률	19.9%	15.8%	14.1%	11.2%	12.6%	13.6%	18.6%
세전이익	127	93	91	56	59	78	121
순이익	108	76	78	45	53	68	105

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.06.26	매수	25,000원	6개월		
2018.02.05	매수	25,000원	6개월	-41.22%	-34.00%
2018.01.31	매수	25,000원	6개월	-40.93%	-39.60%
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 6 월 25 일 기준)

매수	91.85%	중립	8.15%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	762	839	919	1,101	1,311
현금및현금성자산	453	387	519	691	893
매출채권및기타채권	36	21	25	33	39
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	398	352	335	315	290
장기금융자산	22	22	20	20	20
유형자산	237	232	223	200	178
무형자산	74	49	36	25	16
<b>자산총계</b>	1,160	1,192	1,254	1,415	1,601
<b>유동부채</b>	83	87	105	138	165
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	71	75	90	118	141
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	25	26	35	58	73
장기금융부채	10	8	10	10	10
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	11	15	17	29	35
<b>부채총계</b>	107	113	140	197	238
<b>지배주주지분</b>	1,053	1,078	1,114	1,219	1,363
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	956	983	1,017	1,123	1,267
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,053	1,078	1,114	1,219	1,363
<b>부채외자본총계</b>	1,160	1,192	1,254	1,415	1,601

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	34	88	88	152	180
당기순이익(손실)	44	53	68	105	144
비현금성항목등	28	27	14	39	38
유형자산감가상각비	11	10	9	24	21
무형자산감가상각비	5	7	5	4	2
기타	12	9	1	8	8
운전자본감소(증가)	-25	15	19	24	19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	30	15	-2	-8	-6
재고자산감소(증가)	5	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-34	3	15	29	23
기타	-26	-2	5	3	3
법인세납부	-13	-8	-13	-16	-22
<b>투자활동현금흐름</b>	160	-126	77	20	22
금융자산감소(증가)	148	-160	57	0	0
유형자산감소(증가)	-4	-4	-1	0	0
무형자산감소(증가)	-7	18	7	7	7
기타	24	20	13	13	15
<b>재무활동현금흐름</b>	-37	-28	-33	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	-28	-33	0	0
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	157	-66	132	172	202
기초현금	296	453	387	519	691
기말현금	453	387	519	691	893
FCF	60	109	90	160	188

자료 : 텔코웨어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	409	414	477	630	750
<b>매출원가</b>	244	252	294	384	450
<b>매출총이익</b>	165	162	183	246	300
매출총이익률 (%)	40.5	39.2	38.3	39.0	40.0
<b>판매비와관리비</b>	119	110	118	129	141
영업이익	46	52	65	117	159
영업이익률 (%)	11.3	12.6	13.6	18.5	21.2
비영업손익	9	7	12	5	7
<b>순금융비용</b>	-12	-12	-11	-13	-15
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1	-6	0	0	0
세전계속사업이익	55	59	78	121	166
세전계속사업이익률 (%)	13.4	14.4	16.2	19.2	22.1
계속사업법인세	11	6	9	16	22
<b>계속사업이익</b>	44	53	68	105	144
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	44	53	68	105	144
<b>순이익률 (%)</b>	10.8	12.8	14.3	16.7	19.3
지배주주	44	53	68	105	144
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	10.78	12.82	14.28	16.74	19.25
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	44	54	68	105	144
지배주주	44	54	68	105	144
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	62	69	80	144	183

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-31.1	1.2	15.3	32.0	19.1
영업이익	-45.1	12.8	25.0	79.3	36.3
세전계속사업이익	-41.7	8.2	30.3	56.4	36.9
EBITDA	-37.8	11.8	15.1	80.7	26.8
EPS(계속사업)	-45.6	20.4	28.4	54.7	36.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	4.2	5.0	6.2	9.0	11.2
ROA	3.7	4.5	5.6	7.9	9.6
EBITDA마진	15.2	16.7	16.7	22.9	24.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	922.3	959.5	875.6	794.9	794.9
부채비율	10.2	10.5	12.6	16.1	17.5
순차입금/자기자본	-67.8	-74.8	-78.9	-86.2	-92.0
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	455	547	703	1,087	1,488
BPS	10,850	11,115	11,477	12,560	14,044
CFPS	617	724	853	1,369	1,732
주당 현금배당금	500	580	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	30.7	23.7	23.5	15.2	11.1
PER(최저)	24.4	19.7	16.9	10.9	8.0
PBR(최고)	1.3	1.2	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
PCR	18.6	16.7	15.9	9.9	7.9
EV/EBITDA(최고)	10.3	6.5	9.1	3.8	1.9
EV/EBITDA(최저)	5.9	3.4	3.4	0.7	-0.6