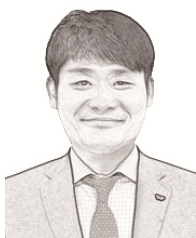


SK COMPANY Analysis



Analyst
이지훈
sa75you@sk.com
02-3773-8880

Company Data

| | |
|----------|----------|
| 자본금 | 50 억원 |
| 발행주식수 | 970 만주 |
| 자사주 | 408 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 1,087 억원 |
| 주요주주 | |
| 텔코웨어 자사주 | 42.00% |
| 금한태(외3) | 29.18% |
| 외국인지분률 | 0.80% |
| 배당수익률 | 5.90% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(17/03/06) | 11,200 원 |
| KOSPI | 2081.36 pt |
| 52주 Beta | 0.64 |
| 52주 최고가 | 13,850 원 |
| 52주 최저가 | 10,750 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 1 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | 4.2% | 4.0% |
| 6개월 | -13.9% | -14.5% |
| 12개월 | -13.9% | -19.1% |

텔코웨어 (078000/KS | Not Rated)

기회가 오고 있다.

5G 시대가 도래함에 따라 이에 따른 수혜가 예상된다. 네트워크의 가상화로 동사의 주된 영역인 코어망 매출 증가가 예상되기 때문이다. 실적도 지난해가 저점이다. 2017년에는 IMS와 HLR의 증가, 신규서비스 런칭, IoT 관련 매출 증가로 20% 이상의 외형 및 수익개선이 가능할 전망이다. 또한 4%를 상회하는 배당수익률은 주가의 하방경직성을 높이는 요인이다.

5G의 도래는 또 한번의 기회

5G 시대가 도래함에 따라 이에 따른 수혜가 예상된다. 네트워크의 가상화로 동사의 주된 영역인 코어망 매출 증가가 예상되기 때문이다. 최대 고객사인 SKT는 5G 시대를 선도하고자 SDN(Software-Defined Networks, 소프트웨어 정의 네트워크)과 NFV(Network Functions Virtualization, 네트워크 기능 가상화) 구현에 박차를 가하고 있다. 이미 LTE 코어 네트워크망에 SDN과 NFV를 상용화시켰고, 동사도 삼성전자, HPE 등과 함께 참여하였다. 최근에는 가상화 기반의 IMS를 준비중에 있다.

점진적인 실적개선 가능

지난해에는 다소 부진한 실적을 기록했다. 매출액은 409 억원으로 31% 감소했고 영업이익은 45% 감소한 46 억원에 그쳤다. 전반적인 투자 감소 속에 HLR의 백업수요가 위축되었고 VoLTE 투자도 줄어들었다. 하지만 2017년에는 IMS와 HLR의 증가, 신규서비스 런칭, IoT 관련 매출 증가로 20% 이상의 외형 및 수익개선이 예상된다. 중장기적인 상황은 더 긍정적이다. 2018년 이후 5G 투자 본격화, IMS의 가상화 등 변화된 통신환경에 대한 설비투자 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

매력적인 배당수익률

높은 배당수익률도 매력적인 요인이다. 600 억원에 달하는 순현금과 꾸준한 현금창출능력을 바탕으로 4개년 연속 시가배당률이 4%를 상회하였다. 2016년을 저점으로 점진적인 실적회복이 기대되는 만큼 주당 배당금도 상향될 가능성이 높다.

영업실적 및 투자지표

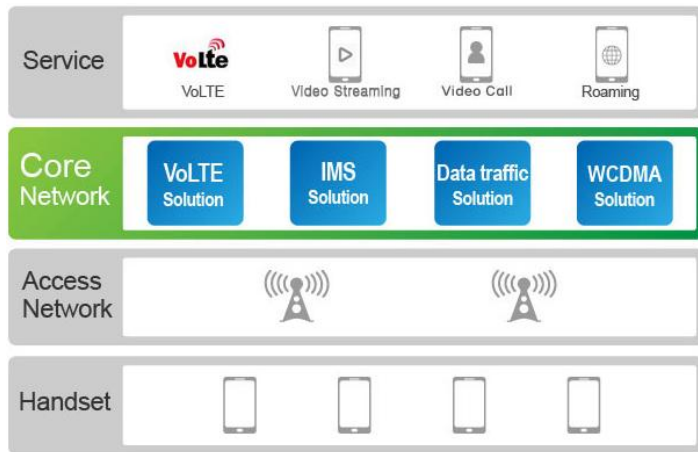
| 구분 | 단위 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------|----|-----------|------|-------|-------|------|
| 매출액 | 억원 | 549 | 623 | 658 | 506 | 594 |
| yoy | % | N/A(IFRS) | 13.5 | 5.6 | -23.0 | 17.2 |
| 영업이익 | 억원 | 44 | 72 | 131 | 80 | 84 |
| yoy | % | N/A(IFRS) | 64.7 | 82.6 | -38.8 | 4.9 |
| EBITDA | 억원 | 73 | 98 | 154 | 96 | 100 |
| 세전이익 | 억원 | 62 | 82 | 127 | 93 | 91 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 56 | 68 | 108 | 76 | 78 |
| 영업이익률% | % | 7.9 | 11.5 | 19.9 | 15.8 | 14.2 |
| EBITDA% | % | 13.3 | 15.7 | 23.4 | 18.9 | 16.8 |
| 순이익률% | % | 10.1 | 10.9 | 16.5 | 15.0 | 13.1 |
| EPS | 원 | 572 | 698 | 1,117 | 784 | 802 |
| PER | 배 | 12.4 | 16.3 | 10.3 | 15.7 | 17.5 |
| PBR | 배 | 0.6 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 1.7 | 6.3 | 2.7 | 6.7 | 6.7 |
| ROE | % | N/A(IFRS) | 7.8 | 11.9 | 7.7 | 7.6 |
| 순차입금 | 억원 | -567 | -484 | -704 | -556 | -696 |
| 부채비율 | % | 25.5 | 28.7 | 32.1 | 15.3 | 14.4 |

통신 솔루션 전문기업

유무선 통신 솔루션 전문기업, 주요 사업은 음성핵심망과 무선데이터 솔루션, 주요 고객은 SKT로 매출비중은 80%를 상회

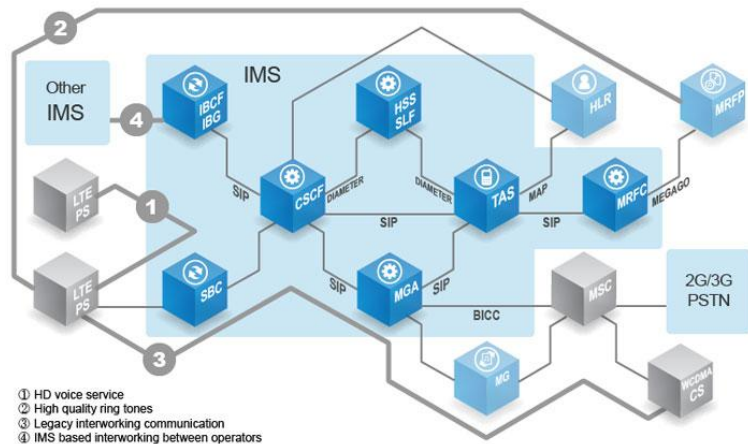
Core Network 에 해당되는 VoLTE Solution, IMS Solution, Data Traffic Solution 등을 공급하는 유무선 통신 솔루션 전문기업이다. 주요 사업은 음성핵심망과 무선데이터 솔루션이다. 음성핵심망은 HLR(Home Location Register, 이동 통신 가입자 정보를 실시간으로 관리), NPDB(Number portability Database, 번호 이동성 능력을 제공하기 위한 데이터베이스) 등이 있다. 무선데이터에는 IMS(IP Multimedia Subsystem, IP를 기반으로 HD 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 SKT로 비중은 80%를 상회한다.

사업분야



자료 : 텔코웨어

VoLTE(Voice over LTE)망 구성도



자료 : 텔코웨어

5G 시대의 수혜 가능

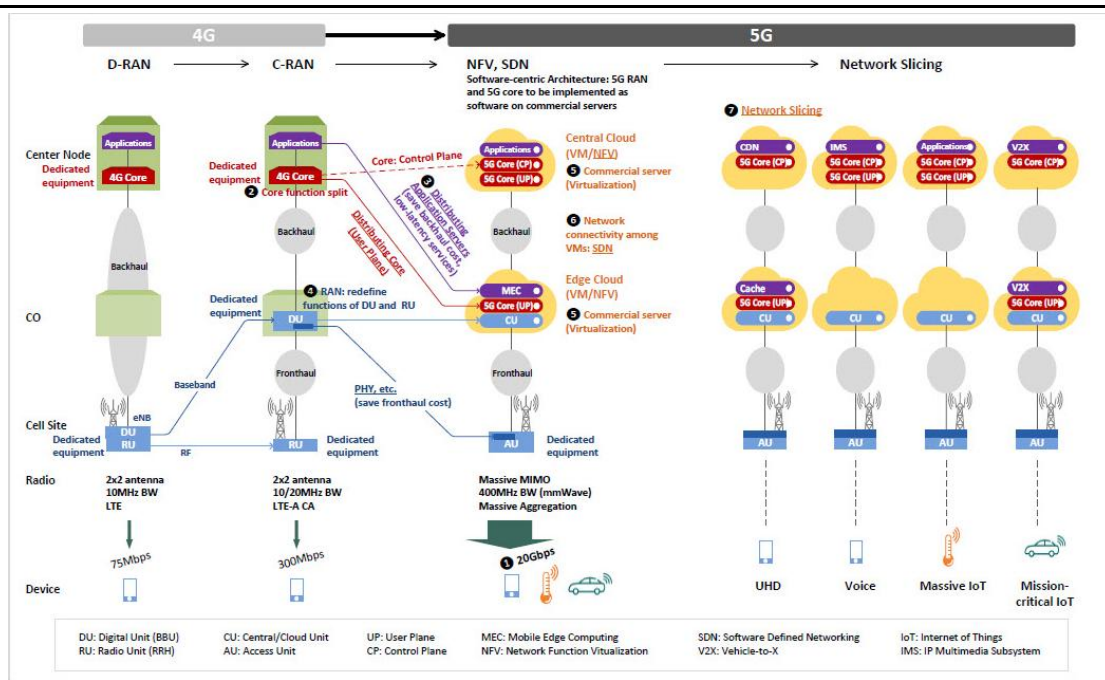
5G 시대의 도래는 또 한번의 기회, 최근 가상화 기반의 IMS 를 준비중

5G 시대가 도래함에 따라 이에 따른 수혜가 예상된다. 네트워크의 가상화가 진행됨에 따라 동사의 주된 영역인 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. 이미 LTE 코어 네트워크망에 SDN 과 NFV 를 상용화시켰고, 동사도 삼성전자, HPE 등과 함께 참여하였다. 최근에는 가상화 기반의 IMS 를 준비중에 있다.

SDN 과 NFV 의 가장 큰 특징은 하드웨어와 소프트웨어의 분리, 네트워크를 쪼개어 서비스별로 최적화해 고객 맞춤형 서비스 가능

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.

제목

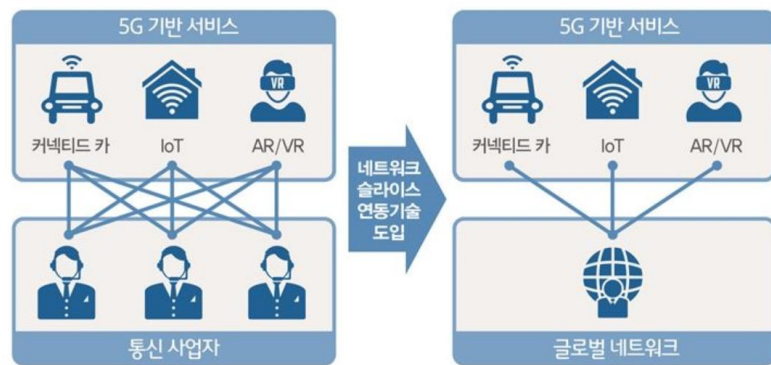


자료 : 언론자료

**MWC2017, 에릭슨, 화웨이 등
글로벌 네트워크 장비 기업들의
다양한 시스템 가상화 구현**

이번 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 스마트폰뿐만 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 무선장비까지 모든 네트워크 장비를 가상화하는데 성공하였다.

네트워크 슬라이스 연동 기술



[그림] 네트워크 슬라이스 연동 기술 도입 전·후

자료 : SKT

화웨이의 네트워크 가상화



자료 : 언론자료

실적 및 배당관련

2016 년은 부진한 실적,
2017 년부터 점진적인 실적회복
가능, 5G 등 중장기적인
투자모멘텀은 유효

지난해에는 다소 부진한 실적을 기록했다. 매출액은 409 억원으로 31% 감소했고 영업 이익은 45% 감소한 46 억원에 그쳤다. 전반적인 투자 감소 속에 HLR 의 백업수요가 위축되었고 VoLTE 투자도 줄어들었다. 기저 효과가 크긴 하지만 2017 년에는 20~30%정도의 외형 및 수익개선이 예상된다. IMS 와 HLR 의 증가, 신규서비스 런칭, IoT 관련 매출 증가가 기대되기 때문이다. 하지만 중장기적인 시각은 보다 긍정적이다. 2018 년 이후 5G 투자 본격화, IMS 의 가상화 등 변화된 통신환경에 대한 설비투자 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

실적추이 (단위: 억원)

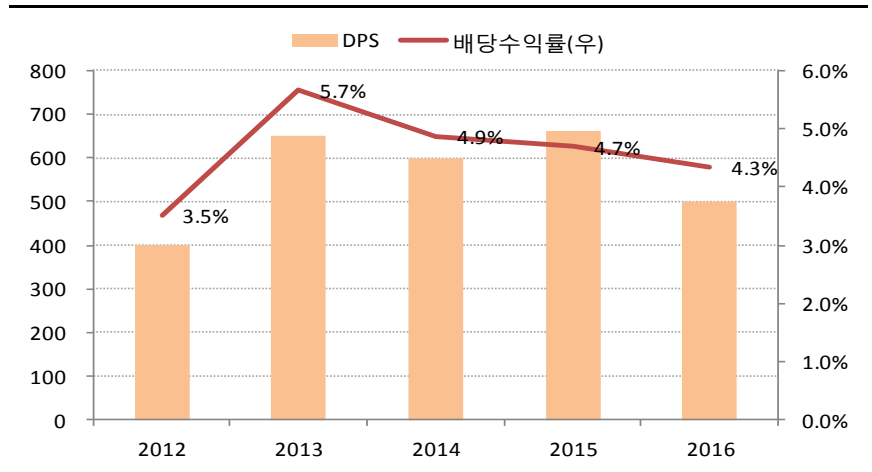
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E |
|------------|------------|------------|------------|------------|
| 음성핵심망 | 116 | 159 | 240 | 163 |
| 무선데이터 | 504 | 344 | 350 | 243 |
| 기타 | 37 | 3 | 4 | 3 |
| 매출합 | 657 | 506 | 594 | 409 |
| 영업이익 | 131 | 80 | 84 | 46 |
| 영업이익률 | 19.9% | 15.8% | 14.1% | 11.2% |
| 세전이익 | 127 | 93 | 91 | 56 |
| 순이익 | 108 | 76 | 78 | 45 |

자료: 텔코웨어, SK 증권

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

높은 배당수익률도 매력적인 요인이다. 600 억원에 달하는 순현금과 꾸준한 현금창출능력을 바탕으로 4 개년 연속 시가배당률이 4%를 상회하였다. 2016 년을 저점으로 점진적인 실적회복이 기대되는 만큼 주당 배당금도 상향될 가능성이 높다.

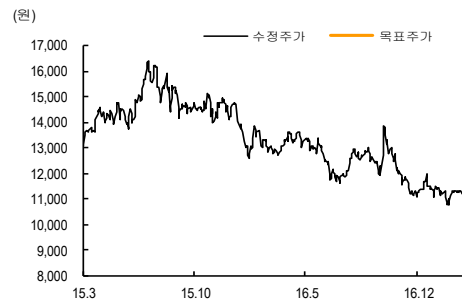
DPS 와 배당수익률 (단위: 원)



자료: 텔코웨어

투자의견변경

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|-----------|------|
| 2017.03.07 | Not Rated | |
| 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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 7일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 96.95% | 중립 | 3.05% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 749 | 718 | 816 | 717 | 787 |
| 현금및현금성자산 | 231 | 129 | 385 | 258 | 296 |
| 매출채권및기타채권 | 154 | 199 | 89 | 136 | 65 |
| 재고자산 | 16 | 11 | 2 | | 5 |
| 비유동자산 | 371 | 386 | 458 | 438 | 408 |
| 장기금융자산 | 12 | 17 | 45 | 27 | 15 |
| 유형자산 | 170 | 173 | 232 | 247 | 243 |
| 무형자산 | 117 | 102 | 88 | 87 | 74 |
| 자산총계 | 1,120 | 1,104 | 1,274 | 1,155 | 1,196 |
| 유동부채 | 210 | 220 | 281 | 117 | 121 |
| 단기금융부채 | | | | | |
| 매입채무 및 기타채무 | 196 | 206 | 252 | 105 | 105 |
| 단기충당부채 | | | | | |
| 비유동부채 | 18 | 27 | 29 | 36 | 30 |
| 장기금융부채 | 6 | 15 | 13 | 20 | 18 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | | | | | |
| 장기충당부채 | 6 | 7 | 11 | 14 | 9 |
| 부채총계 | 227 | 246 | 309 | 153 | 151 |
| 지배주주지분 | 891 | 858 | 965 | 1,002 | 1,045 |
| 자본금 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 자본잉여금 | 379 | 379 | 381 | 381 | 383 |
| 기타자본구성요소 | -275 | -355 | -335 | -335 | -337 |
| 자기주식 | -277 | -357 | -337 | -337 | -337 |
| 이익잉여금 | 737 | 783 | 868 | 906 | 949 |
| 비지배주주지분 | 1 | | | | |
| 자본총계 | 892 | 858 | 965 | 1,002 | 1,045 |
| 부채외자본총계 | 1,120 | 1,104 | 1,274 | 1,155 | 1,196 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------|-----------|------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름 | 151 | 72 | 327 | -110 | 163 |
| 당기순이익(손실) | 56 | 68 | 108 | 76 | 78 |
| 비현금성항목등 | 23 | 36 | 55 | 28 | 23 |
| 유형자산감가상각비 | 12 | 10 | 13 | 12 | 11 |
| 무형자산상각비 | 18 | 16 | 10 | 3 | 4 |
| 기타 | -6 | 10 | 33 | 13 | 8 |
| 운전자본감소(증가) | 55 | -33 | 159 | -199 | 58 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 74 | -45 | 110 | -48 | 71 |
| 재고자산감소(증가) | -12 | 5 | 9 | 2 | -5 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -10 | 10 | 45 | -147 | 0 |
| 기타 | 151 | -94 | 214 | -101 | 134 |
| 법인세납부 | -3 | -16 | -10 | -33 | -10 |
| 투자활동현금흐름 | -26 | -73 | -73 | 20 | -91 |
| 금융자산감소(증가) | 10 | -33 | 7 | 34 | -87 |
| 유형자산감소(증가) | -7 | -13 | -60 | -27 | -7 |
| 무형자산감소(증가) | 2 | -7 | -21 | -3 | 5 |
| 기타 | 32 | 39 | 22 | 67 | 29 |
| 재무활동현금흐름 | -57 | -100 | 1 | -37 | -34 |
| 단기금융부채증가(감소) | | | | | |
| 장기금융부채증가(감소) | | | | | |
| 자본의증가(감소) | | | 23 | | |
| 배당금의 지급 | 17 | 20 | 22 | 37 | 34 |
| 기타 | | | | | |
| 현금의 증가(감소) | 68 | -102 | 256 | -127 | 38 |
| 기초현금 | 163 | 231 | 129 | 385 | 258 |
| 기말현금 | 231 | 129 | 385 | 258 | 296 |
| FCF | N/A(IFRS) | 17 | 251 | -137 | 152 |

자료 : 텔코웨어, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 549 | 623 | 658 | 506 | 594 |
| 매출원가 | 361 | 412 | 376 | 309 | 397 |
| 매출총이익 | 188 | 211 | 281 | 198 | 196 |
| 매출총이익률 (%) | 34.2 | 33.9 | 42.8 | 39.0 | 33.1 |
| 판매비와관리비 | 144 | 139 | 150 | 118 | 112 |
| 영업이익 | 44 | 72 | 131 | 80 | 84 |
| 영업이익률 (%) | 7.9 | 11.5 | 19.9 | 15.8 | 14.2 |
| 비영업손익 | 19 | 10 | -4 | 13 | 7 |
| 순금융비용 | -17 | -17 | -15 | -16 | -13 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -2 | 0 | -4 | -2 | -1 |
| 세전계속사업이익 | 62 | 82 | 127 | 93 | 91 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 11.3 | 13.1 | 19.4 | 18.4 | 15.3 |
| 계속사업법인세 | 7 | 14 | 19 | 17 | 13 |
| 계속사업이익 | 56 | 68 | 108 | 76 | 78 |
| 중단사업이익 | | | | | |
| *법인세효과 | | | | | |
| 당기순이익 | 56 | 68 | 108 | 76 | 78 |
| 순이익률 (%) | 10.1 | 10.9 | 16.5 | 15.0 | 13.1 |
| 지배주주 | 56 | 68 | 108 | 76 | 78 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 10.12 | 10.88 | 16.48 | 15.03 | 13.11 |
| 비지배주주 | 0 | | | | |
| 총포괄이익 | 51 | 67 | 107 | 73 | 77 |
| 지배주주 | 51 | 67 | 107 | 73 | 77 |
| 비지배주주 | 0 | | | | |
| EBITDA | 73 | 98 | 154 | 96 | 100 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | N/A(IFRS) | 13.5 | 5.6 | -23.0 | 17.2 |
| 영업이익 | N/A(IFRS) | 64.7 | 82.6 | -38.8 | 4.9 |
| 세전계속사업이익 | N/A(IFRS) | 31.3 | 56.0 | -26.8 | -2.4 |
| EBITDA | N/A(IFRS) | 33.8 | 56.8 | -37.8 | 4.2 |
| EPS(계속사업) | N/A(IFRS) | 22.0 | 60.0 | -29.8 | 2.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | N/A(IFRS) | 7.8 | 11.9 | 7.7 | 7.6 |
| ROA | N/A(IFRS) | 6.1 | 9.1 | 6.3 | 6.6 |
| EBITDA마진 | 13.3 | 15.7 | 23.4 | 18.9 | 16.8 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 356.9 | 326.5 | 290.6 | 613.4 | 652.5 |
| 부채비율 | 25.5 | 28.7 | 32.1 | 15.3 | 14.4 |
| 순차입금/자기자본 | -63.6 | -56.5 | -73.0 | -55.5 | -66.6 |
| EBITDA/이자비용(배) | | | | | |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 572 | 698 | 1,117 | 784 | 802 |
| BPS | 12,042 | 12,520 | 13,421 | 13,799 | 14,248 |
| CFPS | 878 | 968 | 1,350 | 943 | 963 |
| 주당 현금배당금 | 320 | 400 | 650 | 600 | 660 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 14.0 | 16.3 | 11.6 | 21.9 | 20.4 |
| PER(최저) | 12.1 | 10.0 | 8.0 | 14.4 | 14.5 |
| PBR(최고) | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.2 |
| PBR(최저) | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| PCR | 8.1 | 11.7 | 8.5 | 13.0 | 14.6 |
| EV/EBITDA(최고) | 2.9 | 6.3 | 3.6 | 11.6 | 9.0 |
| EV/EBITDA(최저) | 1.4 | 2.0 | 1.0 | 5.7 | 4.4 |