



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	18,000 원
현재주가	14,700 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/28)	2,118.6 pt
시가총액	1,426 억원
발행주식수	9,703 천주
52 주 최고가/최저가	20,300 / 12,600 원
90 일 일평균거래대금	3.08 억원
외국인 지분율	2.3%
배당수익률(19.12E)	4.1%
BPS(19.12E)	11,511 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.2%
	6개월 -20.1%
	12개월 4.9%
주주구성	자사주 42.0%
	금한태 외 4인 29.2%

Stock Price

텔코웨어 (078000)

자산가치가 높다

실적회복이 기대되는 2020년

동사는 2019년 대한 기저효과로 2020년에는 실적회복이 가능할 전망이다. 이는 전방고객사의 5G관련 투자에 있어서 동사의 사업과 연관성이 높은 Core 부문의 투자는 2019년에 미미하게 반영되었고 2020년 이후에 집행될 가능성이 높기 때문이다. 그러나 2020년에는 1)IoT-HSS(Home Subscriber Server ≡ HLR)에서 신규 매출이 발생할 가능성이 높고, 2)NFV MANO 솔루션(가상화 기반에 서비스 장비를 탑재시켜 운용하는 클라우드 관리 솔루션: H/W 의존성을 줄이기 위함)의 수요가 증가할 것이며, 3)HLR(Home Location Register: 가입자의 위치, 인증, 단말기 전원상태 등을 파악하여 음성통화가 가능하게 하는 기능)의 5G 형이 도입되어야 하기 때문에 2019년 보다는 긍정적인 실적이 기대된다.

추세적인 안정적인 재무구조 & 자산가치

동사의 순현금(757억원, 3Q19 기준)+자사주(42.0% 보유, 595억원)의 가치는 1,352억원 규모로 시가총액의 96% 수준이다. 이는 안정적인 사업구조로 매년 흑자가 유지됨에도 불구하고 Valuation에 영업가치는 전혀 반영이 안 되어 있다고 해석할 수 있다.

배당메리트 유효

동사의 과거 5년 평균 배당수익률은 4.8%(4.3% ~ 5.1% 밴드) 수준이며, Payout Ratio는 55.7% 수준이다. 동사의 사업 특성상 현금흐름이 매우 좋고, 자사주가 많아 높은 배당수익률이 유지되고 있는 것이다. 2019년말에는 순이익 감소에 따라 DPS 하락이 예상되지만 높은 배당수익률 관점에서는 여전히 매력적일 것으로 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	41.4	42.1	39.8	45.0	48.9
영업이익	5.2	6.0	3.5	4.2	4.7
세전계속사업손익	5.9	7.5	5.4	6.0	6.6
순이익	5.3	6.3	4.6	5.1	5.6
EPS (원)	546	654	476	529	575
증감률 (%)	17.7	19.7	-27.2	11.0	8.8
PER (x)	22.1	19.5	30.9	27.8	25.6
PBR (x)	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	5.2	5.4	11.7	10.0	8.8
영업이익률 (%)	12.6	14.3	8.8	9.3	9.5
EBITDA 마진 (%)	16.7	17.3	12.2	12.2	12.3
ROE (%)	5.0	5.8	4.2	4.6	4.9
부채비율 (%)	10.5	13.6	11.8	12.6	13.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 연간실적 전망

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	506	594	409	414	421	398	450	489
YoY	-23.0%	17.3%	-31.2%	1.2%	1.8%	-5.7%	13.1%	8.7%
음성핵심망	159	240	86	134	131	120	137	148
무선데이터	349	350	319	277	283	274	309	337
기타	-1	4	3	3	8	4	4	5
〈YoY〉								
음성핵심망	36.7%	51.1%	-64.0%	54.9%	-2.3%	-8.4%	14.0%	8.1%
무선데이터	-30.8%	0.3%	-8.7%	-13.3%	2.2%	-3.1%	12.8%	8.9%
기타	-103.8%	-381.1%	-18.3%	0.6%	137.2%	-53.6%	14.0%	9.8%
〈% of Sales〉								
음성핵심망	31.4%	40.4%	21.1%	32.4%	31.1%	30.2%	30.4%	30.2%
무선데이터	68.9%	58.9%	78.1%	66.9%	67.1%	68.9%	68.7%	68.8%
기타	-0.3%	0.7%	0.8%	0.8%	1.8%	0.9%	0.9%	0.9%
영업이익	80	84	46	52	60	35	42	47
% of sales	15.8%	14.2%	11.3%	12.6%	14.3%	8.8%	9.3%	9.5%
% YoY	-38.8%	4.9%	-45.1%	12.8%	15.8%	-41.9%	18.8%	12.0%

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
매출액	49	69	114	189	56	78	97	167
YoY	-19.9%	-38.5%	11.6%	37.3%	14.2%	11.6%	-15.1%	-11.6%
음성핵심망	18	14	51	48	13	23	35	49
무선데이터	31	54	62	136	42	54	61	117
기타	1	1	1	5	1	1	1	1
〈YoY〉								
음성핵심망	-3.1%	-77.1%	75.3%	103.9%	-23.2%	56.9%	-31.2%	1.4%
무선데이터	-27.5%	10.2%	-14.2%	20.4%	35.8%	0.0%	-1.7%	-13.8%
기타	2.8%	45.4%	45.7%	445.3%	-0.5%	-15.6%	-24.6%	-80.6%
〈% of Sales〉								
음성핵심망	35.6%	20.9%	44.5%	25.5%	23.9%	29.3%	36.1%	29.3%
무선데이터	62.7%	77.4%	54.5%	72.0%	74.6%	69.4%	63.0%	70.2%
기타	1.7%	1.7%	1.0%	2.4%	1.5%	1.3%	0.9%	0.5%
영업이익	-13	8	39	27	-14	2	19	28
% of sales	-45.0%	49.6%	59.2%	35.2%	-64.5%	68.5%	84.5%	17.0%
% YoY	n/a	-73.9%	133.7%	135.2%	n/a	-80.1%	-51.3%	6.6%

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

텔코웨어 (078000)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	83.9	90.8	90.4	92.5	95.1
현금 및 현금성자산	38.7	30.2	30.8	31.9	33.6
매출채권 및 기타채권	2.1	4.9	3.3	3.7	4.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	43.2	55.8	56.4	56.9	57.5
비유동자산	35.2	35.0	34.5	35.2	35.7
관계기업투자등	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1
유형자산	23.2	22.8	22.4	22.0	21.8
무형자산	4.9	5.1	5.4	5.6	5.7
자산총계	119.2	125.8	124.9	127.7	130.8
유동부채	8.7	12.2	10.3	11.4	12.2
매입채무 및 기타채무	7.5	10.3	8.4	9.5	10.3
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8
비유동부채	2.6	2.9	2.9	2.9	3.0
장기금융부채	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	1.8	2.1	2.1	2.1	2.2
부채총계	11.3	15.1	13.2	14.3	15.1
지배주주지분	107.8	110.7	111.7	113.4	115.6
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3
이익잉여금	98.3	101.2	102.1	103.9	106.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	107.8	110.7	111.7	113.4	115.6

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	9.8	8.3	6.0	6.4	6.9
당기순이익(손실)	5.3	6.3	4.6	5.1	5.6
비현금수익비용가감	2.7	2.0	1.7	0.6	0.8
유형자산감가상각비	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
무형자산상각비	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
기타현금수익비용	0.3	0.0	0.4	-0.7	-0.5
영업활동 자산부채변동	1.5	-0.7	-0.4	0.7	0.5
매출채권 감소(증가)	1.5	-2.8	1.6	-0.4	-0.3
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.3	2.9	-1.9	1.1	0.8
기타자산, 부채변동	-0.2	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-13.6	-13.6	-1.7	-1.9	-1.9
유형자산처분(취득)	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
무형자산 감소(증가)	1.8	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
투자자산 감소(증가)	-15.5	-12.5	-0.5	-0.7	-0.7
기타투자활동	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-2.8	-3.3	-3.7	-3.4	-3.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.8	-3.3	-3.7	-3.4	-3.4
배당금의 지급	2.8	3.3	3.7	3.4	3.4
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-6.6	-8.5	0.6	1.1	1.7
기초현금	45.3	38.7	30.2	30.8	31.9
기말현금	38.7	30.2	30.8	31.9	33.6

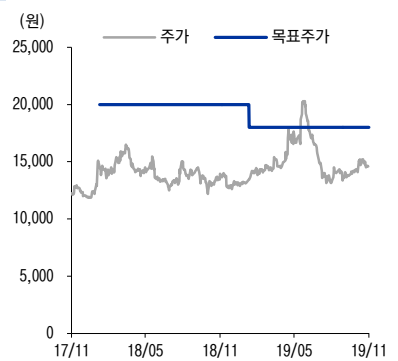
자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	41.4	42.1	39.8	45.0	48.9
매출원가	25.2	24.6	24.8	28.2	30.7
매출총이익	16.2	17.5	14.9	16.8	18.2
판매비 및 관리비	11.0	11.5	11.4	12.6	13.5
영업이익	5.2	6.0	3.5	4.2	4.7
(EBITDA)	6.9	7.3	4.8	5.5	6.0
금융손익	1.2	1.6	1.7	1.8	1.8
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1
세전계속사업이익	5.9	7.5	5.4	6.0	6.6
계속사업법인세비용	0.6	1.2	0.8	0.9	1.0
계속사업이익	5.3	6.3	4.6	5.1	5.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.3	6.3	4.6	5.1	5.6
지배주주	5.3	6.3	4.6	5.1	5.6
총포괄이익	5.2	6.3	4.6	5.1	5.6
매출총이익률 (%)	39.2	41.5	37.6	37.4	37.2
영업이익률 (%)	12.6	14.3	8.8	9.3	9.5
EBITDA마진률 (%)	16.7	17.3	12.2	12.2	12.3
당기순이익률 (%)	12.8	15.1	11.6	11.4	11.4
ROA (%)	4.5	5.2	3.7	4.1	4.3
ROE (%)	5.0	5.8	4.2	4.6	4.9
ROIC (%)	15.9	19.8	11.9	14.1	15.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	22.1	19.5	30.9	27.8	25.6
P/B	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.2	5.4	11.7	10.0	8.8
P/CF	14.6	14.9	22.5	24.8	22.3
배당수익률 (%)	4.8	5.1	4.1	4.1	4.1
성장성 (%)					
매출액	1.2	1.8	-5.7	13.1	8.7
영업이익	12.8	15.8	-41.9	18.8	12.0
세전이익	6.3	26.2	-27.5	11.0	8.8
당기순이익	17.7	19.7	-27.2	11.0	8.8
EPS	17.7	19.7	-27.2	11.0	8.8
안정성 (%)					
부채비율	10.5	13.6	11.8	12.6	13.1
유동비율	959.5	744.7	881.6	814.7	780.3
순차입금/자기자본(x)	-74.8	-76.4	-76.8	-77.1	-77.5
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
순차입금 (십억원)	-80.7	-84.6	-85.7	-87.4	-89.7
주당지표(원)					
EPS	546	654	476	529	575
BPS	11,115	11,412	11,511	11,692	11,919
CFPS	825	855	654	592	659
DPS	580	650	600	600	600

텔코웨어 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
25,000 20,000 15,000 10,000 5,000 0			2015.05.12	신규	정홍식									
			2018.02.06	Buy	20,000	-17.5		-30.4						
			2019.02.07	Buy	20,000	-32.8								
			2019.02.08	Buy	18,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.6% 5.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2018. 10. 1 ~ 2019. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)