



기업분석 | Mid Small-Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	<b>18,000 원</b>
현재주가	11,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (3/10)	1,962.93 pt
시가총액	1,082 억원
발행주식수	9,703 천주
52 주 최고가/최저가	20,300 / 10,850 원
90 일 일평균거래대금	2.3 억원
외국인 지분율	2.1%
배당수익률(20.12E)	5.4%
BPS(20.12E)	11,511 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 2.7%
	6개월 -16.8%
	12개월 -13.4%
주주구성	자사주 42.0%
	금한태 외 4인 29.2%

Stock Price



# 텔코웨어 (078000)

## 가상화 솔루션 기대감

### 2020년 Core 가상화 서비스 강화

동사는 2020년 실적회복 기대감이 높다. 이는 전년도 Core 투자 감소에 대한 기저효과로 올해 전방고객사의 5G Core 솔루션 확대가 진행될 가능성이 높기 때문이다. 특히, 가상화 솔루션(NRF, NSSF) 공급이 증가할 것으로 기대되는데, 중요한 점은 2020년 실적이 아니라, 5G관련 가상화 솔루션이 점진적으로 확대될 것으로 보여 중·장기적인 성장성에 긍정적일 것이라는 것이다.

가상화 관련 솔루션은 1)NRF(Network Repository Function): 5G 코어망의 가상화 시스템 정보가ダイナ믹하게 변경되는 환경에서 NF Profile 정보를 관리하고 제공하는 시스템 - 5G Core 서비스 제공 시스템(NF)들이 가상화 기반 환경에서 실행될 때 MANO를 통해 배정받는 ID, IP Address, NF Type 등의 정보를 저장, 업데이트, 수정, 삭제, 보안 등의 관리, 2)NSSF(Network Slice Selection Function): 5G 망에서 서비스 속성에 따른 네트워크 Slice 운용 관리 등이 기대된다.

### 안정적인 재무구조 & 배당메리트

동사의 순현금(757억원)+자사주(42.0% 보유, 448억원)의 가치는 1,205억원 규모로 시가총액 11.4%를 상회한다. 또한 동사는 사업의 특성상(소프트웨어 솔루션) 순현금이 매년 증가하고 있으며, 이를 기반으로 안정적인 배당정책을 유지(과거 5년 Payout Ratio 60%)하고 있는데, 2020년 예상 시가배당률은 5.4% 수준이다.

### Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	41.4	42.1	41.8	43.8	46.5
영업이익	5.2	6.0	3.4	5.4	6.0
세전계속사업손익	5.9	7.5	5.0	7.2	7.8
순이익	5.3	6.3	4.3	6.0	6.6
EPS (원)	546	654	440	620	675
증감률 (%)	17.7	19.7	-32.6	40.7	9.0
PER (x)	22.1	19.5	25.3	18.0	16.5
PBR (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	5.2	5.4	4.9	2.9	2.3
영업이익률 (%)	12.6	14.3	8.0	12.3	12.9
EBITDA 마진 (%)	16.7	17.3	11.3	15.4	15.8
ROE (%)	5.0	5.8	3.8	5.3	5.7
부채비율 (%)	10.5	13.6	12.2	12.3	12.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>594</b>	<b>409</b>	<b>414</b>	<b>421</b>	<b>418</b>	<b>438</b>	<b>465</b>	<b>483</b>
YoY	17.3%	-31.2%	1.2%	1.8%	-0.8%	4.9%	6.1%	3.9%
음성핵심망	240	86	134	131	121	123	125	123
무선데이터	350	319	277	283	292	306	330	349
기타	4	3	3	8	5	9	10	11
<b>&lt;YoY&gt;</b>								
음성핵심망	51.1%	-64.0%	54.9%	-2.3%	-7.3%	1.6%	1.3%	-1.5%
무선데이터	0.3%	-8.7%	-13.3%	2.2%	3.1%	5.1%	7.7%	5.8%
기타	-381.1%	-18.3%	0.6%	137.2%	-36.9%	78.0%	17.8%	5.3%
<b>&lt;% of Sales&gt;</b>								
음성핵심망	40.4%	21.1%	32.4%	31.1%	29.0%	28.1%	26.8%	25.5%
무선데이터	58.9%	78.1%	66.9%	67.1%	69.8%	69.9%	70.9%	72.3%
기타	0.7%	0.8%	0.8%	1.8%	1.2%	2.0%	2.2%	2.2%
<b>영업이익</b>	<b>84</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>64</b>
% of sales	14.2%	11.3%	12.6%	14.3%	8.0%	12.3%	12.9%	13.2%
% YoY	4.9%	-45.1%	12.8%	15.8%	-44.2%	60.7%	11.4%	5.9%

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>매출액</b>	<b>56</b>	<b>78</b>	<b>97</b>	<b>187</b>	<b>58</b>	<b>82</b>	<b>103</b>	<b>196</b>
YoY	14.2%	11.6%	-15.1%	-0.8%	3.3%	5.4%	6.5%	4.4%
음성핵심망	13	23	35	50	14	23	35	51
무선데이터	42	54	61	135	42	57	65	142
기타	1	1	1	2	2	2	2	2
<b>&lt;YoY&gt;</b>								
음성핵심망	-23.2%	56.9%	-31.2%	4.2%	1.1%	1.2%	1.2%	2.1%
무선데이터	35.8%	0.0%	-1.7%	-0.8%	0.9%	5.1%	7.4%	5.3%
기타	-0.5%	-15.6%	-24.6%	-52.3%	160.4%	119.7%	145.4%	0.0%
<b>&lt;% of Sales&gt;</b>								
음성핵심망	23.9%	29.3%	36.1%	26.8%	23.4%	28.1%	34.3%	26.2%
무선데이터	74.6%	69.4%	63.0%	72.0%	72.9%	69.2%	63.6%	72.6%
기타	1.5%	1.3%	0.9%	1.2%	3.7%	2.7%	2.1%	1.1%
<b>영업이익</b>	<b>-14</b>	<b>2</b>	<b>19</b>	<b>27</b>	<b>-9</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>31</b>
% of sales	-24.7%	1.9%	19.8%	14.4%	-15.9%	10.3%	23.6%	15.6%
% YoY	n/a	-80.1%	-51.3%	1.4%	n/a	457.4%	26.9%	13.6%

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 연결기준

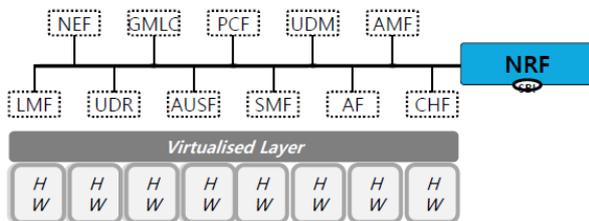
## NRF & NSSF 설명

텔코웨어는 2G부터 시작된 HLR, 3G부터 시작된 IMS의 안정적인 솔루션 공급에 이어 5G 이후부터는 가상화 관련 솔루션인 NRF & NSSF를 공급할 것으로 보임에 따라 실적에 레벨업 될 것으로 기대되며, 관련 솔루션에 대한 내용은 다음과 같다.

첫째, NRF(Network Repository Function)는 5G 코어망의 가상화 시스템 정보가 다이나믹하게 변경되는 환경에서 NF Profile 정보를 관리하고 제공하는 시스템이다. 주요 기능은 NF의 ID, IP address Profile 관리, 다른 NF와 연동 할 때 필요한 정보 제공, 연동에 필요한 장비 보안, 인증 등이다.

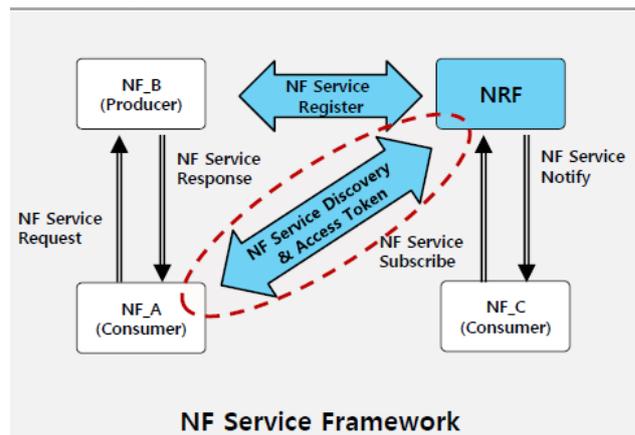
둘째, NSSF(Network Slice Selection Function)는 사용자가 요청하는 다양한 서비스 속성에 따라 적합한 네트워크 Slice 정보를 제공하는 시스템이다. 주요 기능은 다양한 서비스 속성에 따른 슬라이스 운용 정책 관리, Access 망 상태 변경에 따른 슬라이스 정보 구성 등이다.

그림1 NRF 설명



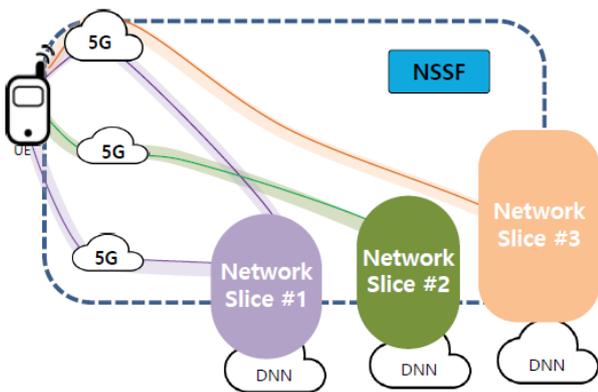
자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 NRF 설명



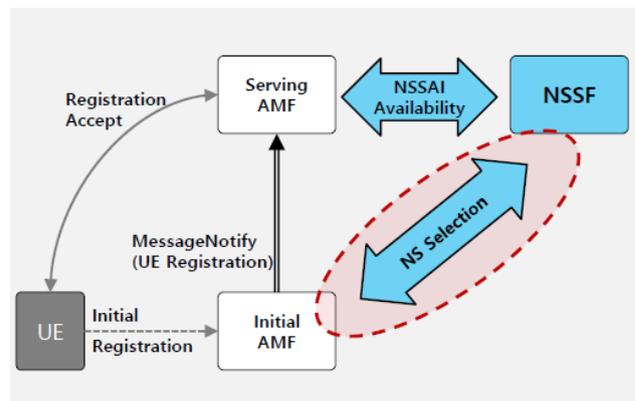
자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 NSSF 설명



자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 NSSF 설명



자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

## 텔코웨어 (078000)

### 재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	83.9	90.8	90.1	93.3	96.8
현금 및 현금성자산	38.7	30.2	30.3	32.8	35.5
매출채권 및 기타채권	2.1	4.9	3.4	3.6	3.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	43.2	55.8	56.4	56.9	57.5
<b>비유동자산</b>	35.2	35.0	34.8	35.0	35.3
관계기업투자등	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1
유형자산	23.2	22.8	22.4	22.0	21.7
무형자산	4.9	5.1	5.4	5.6	5.7
<b>자산총계</b>	<b>119.2</b>	<b>125.8</b>	<b>124.9</b>	<b>128.3</b>	<b>132.1</b>
<b>유동부채</b>	8.7	12.2	10.7	11.1	11.7
매입채무 및 기타채무	7.5	10.3	8.8	9.3	9.8
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	<b>11.3</b>	<b>15.1</b>	<b>13.6</b>	<b>14.1</b>	<b>14.6</b>
<b>지배주주지분</b>	107.8	110.7	111.3	114.3	117.4
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	101.8	104.7	107.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>107.8</b>	<b>110.7</b>	<b>111.3</b>	<b>114.3</b>	<b>117.4</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>9.8</b>	<b>8.3</b>	<b>5.6</b>	<b>7.4</b>	<b>7.9</b>
당기순이익(손실)	5.3	6.3	4.3	6.0	6.6
비현금수익비용가감	2.7	2.0	1.4	1.1	1.0
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	0.1	-0.3	-0.4
영업활동 자산부채변동	1.5	-0.7	-0.1	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	1.5	-2.8	1.4	-0.2	-0.2
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.3	2.9	-1.5	0.4	0.6
기타자산, 부채변동	-0.2	-0.8	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-13.6</b>	<b>-13.6</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.8</b>
유형자산처분(취득)	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6
무형자산 감소(증가)	1.8	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
투자자산 감소(증가)	-15.5	-12.5	-0.6	-0.6	-0.6
기타투자활동	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.7</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.4</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.8	-3.3	-3.7	-3.1	-3.4
배당금의 지급	2.8	3.3	3.7	3.1	3.4
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>-6.6</b>	<b>-8.5</b>	<b>0.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>
기초현금	45.3	38.7	30.2	30.3	32.8
기말현금	38.7	30.2	30.3	32.8	35.5

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>41.4</b>	<b>42.1</b>	<b>41.8</b>	<b>43.8</b>	<b>46.5</b>
매출원가	25.2	24.6	26.7	26.3	27.7
<b>매출총이익</b>	<b>16.2</b>	<b>17.5</b>	<b>15.1</b>	<b>17.6</b>	<b>18.8</b>
판매비 및 관리비	11.0	11.5	11.7	12.2	12.8
<b>영업이익</b>	<b>5.2</b>	<b>6.0</b>	<b>3.4</b>	<b>5.4</b>	<b>6.0</b>
(EBITDA)	6.9	7.3	4.7	6.8	7.4
금융손익	1.2	1.6	1.8	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	-0.1	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>5.9</b>	<b>7.5</b>	<b>5.0</b>	<b>7.2</b>	<b>7.8</b>
계속사업법인세비용	0.6	1.2	0.7	1.2	1.3
계속사업이익	5.3	6.3	4.3	6.0	6.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>5.3</b>	<b>6.3</b>	<b>4.3</b>	<b>6.0</b>	<b>6.6</b>
지배주주	5.3	6.3	4.3	6.0	6.6
<b>총포괄이익</b>	<b>5.2</b>	<b>6.3</b>	<b>4.3</b>	<b>6.0</b>	<b>6.6</b>
매출총이익률 (%)	39.2	41.5	36.1	40.1	40.4
영업이익률 (%)	12.6	14.3	8.0	12.3	12.9
EBITDA마진률 (%)	16.7	17.3	11.3	15.4	15.8
당기순이익률 (%)	12.8	15.1	10.2	13.7	14.1
ROA (%)	4.5	5.2	3.4	4.7	5.0
ROE (%)	5.0	5.8	3.8	5.3	5.7
ROIC (%)	15.9	19.8	11.4	18.1	20.3

### 주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	22.1	19.5	25.3	18.0	16.5
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.2	5.4	4.9	2.9	2.3
P/CF	14.6	14.9	19.0	15.2	14.3
배당수익률 (%)	4.8	5.1	4.9	5.4	5.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.2	1.8	-0.8	4.9	6.1
영업이익	12.8	15.8	-44.3	60.7	11.4
세전이익	6.3	26.2	-33.3	43.3	9.0
당기순이익	17.7	19.7	-32.6	40.7	9.0
EPS	17.7	19.7	-32.6	40.7	9.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	10.5	13.6	12.2	12.3	12.5
유동비율	959.5	744.7	843.5	839.1	828.5
순차입금/자기자본(x)	-74.8	-76.4	-76.6	-77.3	-78.0
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	-85.3	-88.3	-91.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	546	654	440	620	675
BPS	11,115	11,412	11,476	11,776	12,104
CFPS	825	855	588	731	777
DPS	580	650	550	600	600

텔코웨어 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
(원) 25,000 20,000 15,000 10,000 5,000 0 18/03 18/09 19/03 19/09 20/03 — 주가 — 목표주가		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2015.05.12	신규	정홍식									
		2018.02.06	Buy	20,000	-17.5		-30.4						
		2019.02.07	Buy	20,000	-32.8		-32.8						
		2019.02.09	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 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)