기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst
정홍식
02 3779 8897
hsjeong@ebestsec.co.kr

2020년 11월 16일

텔코웨어 (078000)

내년에는 회복될 듯

Buy (maintain)

목표주가	16,000 원
현재주가	11,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/13)		2,493.87 pt
시가총액		1,145 억원
발행주식수		9,703 천주
52 주 최고가/최저가		15,200 / 10,450 원
90 일 일평균거래대금		1.3 억원
외국인 지분율		1.1%
배당수익률(20.12E)		3.8%
BPS(20.12E)		11,487 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.6%
	6 개월	-42.7%
	12 개월	-39.9%
주주구성	자사주	42.0%
	금한태 외 4 인	29.2%

Stock Price

3Q20 Review

동사의 3Q20 실적은 매출액 88억원(-9.0% yoy), 영업이익 15억원(-20.3% yoy), 순이익 18억원(-10.9% yoy)으로 상반기 대비 회복세를 보이고 있으나, 아직 본격적인 5G관련 투자에는 영향이 미미한 것으로 파악된다. 다만, 핵심 사업인 무선데이터(매출비중 85.4%) 부문에서 +23.3% yoy 성장하며 서서히 회복되고 있다는 점은 긍정적이다. 이번 분기 실적에 집중하는 것 보다는 향후 국내 통신사의 5G관련 Core 투자가 어느 시기에 진행되는지를 관심 있게 살펴봐야 할 것이다.

2021년 실적회복 기대감

동사는 2021년 실적회복 기대감이 높다. 이는 2019년 ~ 2020년 전방고객사의 Core 투자 감소에 대한 기저효과로 Core 솔루션 확대가 진행될 가능성이 높기 때문이다. 중요한 점은 5G 관련 가상화 솔루션(NRF, NSSF) 공급이 증가하는 시기에 동사의 중•장기적인 성장성이 한 단계 레벨업 될 것이라는 것이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 16,000원으로 하향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 16,000원으로 하향한다. 이는 3Q20 기대치 이하의 실적을 반영한 것으로 향후 전방고객사의 5G관련 Core 투자가 본격화될 시기에 다시 Target Price를 상향할 계획이다. 목표주가는 DCF Valuation을 적용(보수적 관점)하였다. 동사의 순현금(674억원)+자사주(42.0% 보유, 481억원)의 가치 1,155억원은 시가총액과 비슷한 수준이기 때문에 Target Price에 무리가 없다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	42.1	41.8	40.3	44.1	47.0
영업이익	6.0	3.4	2.2	2.9	3.2
세전계속사업손익	7.5	5.0	3.9	4.5	4.8
순이익	6.3	4.3	3.4	3.9	4.2
EPS (원)	654	441	355	406	434
증감률 (%)	19.7	-32.5	-19.5	14.2	6.9
PER (x)	19.5	33.1	33.2	29.1	27.2
PBR (x)	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	5.4	18.8	15.9	13.3	12.6
영업이익률 (%)	14.3	8.0	5.5	6.6	6.7
EBITDA 마진 (%)	17.3	10.6	8.2	9.0	8.9
ROE (%)	5.8	3.9	3.1	3.5	3.7
부채비율 (%)	13.6	14.6	12.9	13.7	14.2

주: IFRS 연결 기준
자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 연간실적 추이

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**594**	**409**	**414**	**421**	**418**	**403**	**441**	**470**
YoY	*17.3%*	*-31.2%*	*1.2%*	*1.8%*	*-0.8%*	*-3.6%*	*9.3%*	*6.7%*
음성핵심망	240	86	134	131	107	81	76	72
무선데이터	350	319	277	283	301	312	354	388
기타	4	3	3	8	10	10	10	11
〈YoY〉								
음성핵심망	*51.1%*	*-64.0%*	*54.9%*	*-2.3%*	*-18.1%*	*-24.6%*	*-6.0%*	*-5.7%*
무선데이터	*0.3%*	*-8.7%*	*-13.3%*	*2.2%*	*6.4%*	*3.8%*	*13.4%*	*9.4%*
기타	*-381.1%*	*-18.3%*	*0.6%*	*137.2%*	*25.2%*	*-0.2%*	*5.4%*	*5.1%*
〈% of Sales〉								
음성핵심망	40.4%	21.1%	32.4%	31.1%	25.7%	20.1%	17.2%	15.2%
무선데이터	58.9%	78.1%	66.9%	67.1%	72.0%	77.5%	80.4%	82.5%
기타	0.7%	0.8%	0.8%	1.8%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%
영업이익	**84**	**46**	**52**	**60**	**34**	**22**	**29**	**32**
% of sales	14.2%	11.3%	12.6%	14.3%	8.0%	5.5%	6.6%	6.7%
% YoY	*4.9%*	*-45.1%*	*12.8%*	*15.8%*	*-44.2%*	*-34.1%*	*31.2%*	*8.8%*

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	**56**	**78**	**97**	**187**	**45**	**77**	**88**	**193**
YoY	*14.2%*	*11.6%*	*-15.1%*	*-0.8%*	*-21.0%*	*-0.4%*	*-9.0%*	*3.1%*
음성핵심망	13	23	35	36	9	23	12	36
무선데이터	42	54	61	144	34	53	75	150
기타	1	1	1	7	1	1	1	7
〈YoY〉								
음성핵심망	*-23.2%*	*56.9%*	*-31.2%*	*-25.0%*	*-30.3%*	*1.3%*	*-65.8%*	*0.7%*
무선데이터	*35.8%*	*0.0%*	*-1.7%*	*5.9%*	*-18.5%*	*-1.0%*	*23.3%*	*3.9%*
기타	*-0.5%*	*-15.6%*	*-24.6%*	*53.2%*	*6.1%*	*-10.5%*	*-1.1%*	*0.6%*
〈% of Sales〉								
음성핵심망	23.9%	29.3%	36.1%	19.3%	21.1%	29.8%	13.6%	18.9%
무선데이터	74.6%	69.4%	63.0%	76.9%	76.9%	69.0%	85.4%	77.5%
기타	1.5%	1.3%	0.9%	3.7%	2.0%	1.2%	1.0%	3.7%
영업이익	**-14**	**2**	**19**	**27**	**-24**	**-1**	**15**	**32**
% of sales	-24.7%	1.9%	19.8%	14.4%	-54.6%	-0.8%	17.3%	16.5%
% YoY	*n/a*	*-80.1%*	*-51.3%*	*1.4%*	*74.6%*	*-141.3%*	*-20.3%*	*18.4%*

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표3 DCF Valuation

(단위: 억원)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	34	22	29	32	37	43	
EBIT에 대한 법인세	6	4	5	6	7	8	
NOPLAT	27	18	24	26	30	36	
감가상각비	11	10	11	12	13	14	
총현금유입	38	28	35	38	43	49	
운전자본증감	21	-1	1	1	1	1	
유무형자산투자	4	3	4	5	5	5	
총투자	26	3	5	6	6	6	
Free Cash Flow	13	26	30	32	37	43	43
PVIF (Present Value Interest Factor)		99%	91%	83%	77%	70%	64%
추정FCF의 현재가치		26	27	27	29	30	
계속가치 (2025년 이후)							475
Continuing Value Calculation							
FCF증가율 (2025 -normalized FCF)	0.0%						
계속성장률 g (%)	0.0%						
WACC	9.0%						
추정FCF 현재가치	138						
계속가치 현재가치	-	← 보수적인 관점에서 계속가치 0으로 가정					
Operating Value of FCFF	138						
Appraised company value							
비영업활동 투자자산	251						
순차입금	-581						
Net	832						
추정자기자본가치	970						
발행주식수 (천주)	9,703						
자기주식수 (천주)	4,076						
추정주당가치 (원)	17,247						
적정주당가치 (원)	15,522	← 유동성을 고려하여 10% Discount					
현재주당가격 (원)	11,800						
Potential (%)	31.5%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

텔코웨어 (078000)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	90.8	70.5	70.8	71.1	71.8
현금 및 현금성자산	30.2	17.6	19.8	18.2	16.9
매출채권 및 기타채권	4.9	10.7	7.5	8.2	8.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	55.8	42.3	43.5	44.8	46.1
비유동자산	35.0	56.8	55.1	57.2	58.7
관계기업투자등	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
유형자산	22.8	22.2	21.6	21.0	20.5
무형자산	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자산총계	**125.8**	**127.4**	**125.9**	**128.3**	**130.5**
유동부채	12.2	14.6	12.7	13.7	14.5
매입채무 및 기타재무	10.3	12.3	10.9	11.9	12.7
단기금융부채	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
비유동부채	2.9	1.7	1.7	1.7	1.7
장기금융부채	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3
부채총계	**15.1**	**16.3**	**14.4**	**15.4**	**16.3**
지배주주지분	110.7	111.1	111.5	112.9	114.3
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3
이익잉여금	101.2	101.5	101.9	103.3	104.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**110.7**	**111.1**	**111.5**	**112.9**	**114.3**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**42.1**	**41.8**	**40.3**	**44.1**	**47.0**
매출원가	24.6	27.8	27.4	29.6	31.7
매출총이익	**17.5**	**14.0**	**12.9**	**14.4**	**15.3**
판매비 및 관리비	11.5	10.7	10.7	11.5	12.1
영업이익	**6.0**	**3.4**	**2.2**	**2.9**	**3.2**
(EBITDA)	7.3	4.4	3.3	4.0	4.2
금융손익	1.6	0.8	0.9	1.0	1.0
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.8	0.8	0.6	0.6
세전계속사업이익	**7.5**	**5.0**	**3.9**	**4.5**	**4.8**
계속사업법인세비용	1.2	0.7	0.5	0.5	0.6
계속사업이익	6.3	4.3	3.4	3.9	4.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**6.3**	**4.3**	**3.4**	**3.9**	**4.2**
지배주주	6.3	4.3	3.4	3.9	4.2
총포괄이익	**6.3**	**4.3**	**3.4**	**3.9**	**4.2**
매출총이익률 (%)	41.5	33.6	32.1	32.8	32.6
영업이익률 (%)	14.3	8.0	5.5	6.6	6.7
EBITDA마진률 (%)	17.3	10.6	8.2	9.0	8.9
당기순이익률 (%)	15.1	10.2	8.6	8.9	9.0
ROA (%)	5.2	3.4	2.7	3.1	3.3
ROE (%)	5.8	3.9	3.1	3.5	3.7
ROIC (%)	19.8	7.4	3.9	5.2	5.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**8.3**	**-0.6**	**7.3**	**2.7**	**3.5**
당기순이익(손실)	6.3	4.3	3.4	3.9	4.2
비현금수익비용가감	2.0	0.7	2.1	-1.5	-1.0
유형자산감가상각비	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
무형자산상각비	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	0.0	-0.9	1.0	-2.6	-2.0
영업활동 자산부채변동	-0.7	-5.6	1.8	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	-2.8	-5.8	3.2	-0.7	-0.5
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	2.9	1.9	-1.4	1.0	0.8
기타자산, 부채변동	-0.8	-1.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-13.6**	**-8.3**	**-1.6**	**-1.8**	**-1.9**
유형자산처분(취득)	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
무형자산 감소(증가)	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
투자자산 감소(증가)	-12.5	14.7	-1.2	-1.3	-1.4
기타투자활동	0.1	-22.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-3.3**	**-3.7**	**-3.6**	**-2.5**	**-2.8**
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.1	-0.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.3	-3.7	-3.1	-2.5	-2.8
배당금의 지급	3.3	3.7	3.1	2.5	2.8
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-8.5**	**-12.6**	**2.2**	**-1.6**	**-1.2**
기초현금	38.7	30.2	17.6	19.8	18.2
기말현금	30.2	17.6	19.8	18.2	16.9

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	19.5	33.1	33.2	29.1	27.2
P/B	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.4	18.8	15.9	13.3	12.6
P/CF	14.9	28.7	20.7	47.7	35.7
배당수익률 (%)	5.1	3.8	3.8	4.2	4.7
성장성 (%)					
매출액	1.8	-0.8	-3.6	9.3	6.7
영업이익	15.8	-44.2	-34.2	31.2	8.8
세전이익	26.2	-33.1	-22.1	14.2	6.9
당기순이익	19.7	-32.5	-19.5	14.2	6.9
EPS	19.7	-32.5	-19.5	14.2	6.9
안정성 (%)					
부채비율	13.6	14.6	12.9	13.7	14.2
유동비율	744.7	483.5	556.5	518.0	493.9
순차입금/자기자본(x)	-76.4	-52.3	-55.7	-54.7	-54.1
영업이익/금융비용(x)	n/a	99.8	91.1	149.4	162.6
총차입금 (십억원)	0.8	0.9	0.4	0.4	0.4
순차입금 (십억원)	-84.6	-58.1	-62.1	-61.7	-61.8
주당지표(원)					
EPS	654	441	355	406	434
BPS	11,412	11,450	11,487	11,632	11,775
CFPS	855	509	569	248	330
DPS	650	550	450	500	550

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

텔코웨어 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.05.12	변경	정홍식									
2019.02.08	Buy	18,000	12.8		-17.6						
2020.02.09	Buy	18,000	-18.9		-31.1						
2020.11.16	Buy	16,000									

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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	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	86.9% 13.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)