



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	11,000 원
현재주가	8,630 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/12)	2,202.47pt
시가총액	837 억원
발행주식수	9,703 천주
52 주 최고가/최저가	11,300 / 8,610 원
90 일 일평균거래대금	1.0 억원
외국인 지분율	1.0%
배당수익률(22.12E)	5.8%
BPS(22.12E)	11,257 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -2.9%
	6 개월 -1.9%
	12 개월 3.7%
주주구성	자사주 42.0%
	금한태 외 2 인 27.5%

Stock Price

텔코웨어 (078000)

4Q22 이후 회복흐름 보일 듯

4Q22 이후 회복흐름 보일 듯

동사는 지난 8월 18일 LG유플러스를 대상으로 62억원(계약기간 2022년 8월 1일 ~ 2023년 6월 30일) 규모의 NEW디지털채널 구축(IMS 공급) 계약을 공시하였다. 이는 1) 전방 고객사들의 Core 솔루션 투자가 증가할 것이라는 시그널이라고 해석할 수 있고, 2) 지금까지 SKT에 집중되었던 고객선에서 LG유플러스로 확대되고 있다는 점을 보여준다.

또한, 지난 9월 29일 SKT를 대상으로 32억원(계약기간 2022년 9월 29일 ~ 2022년 12월 23일) 규모의 IMS 교환기 공급계약을 공시하였다. 이러한 공급계약을 기반으로 2022년 4분기 실적이 큰 폭으로 회복될 것으로 기대되어, 그 동안 부진하였던 1~3Q의 실적에도 불구하고 2022년 연간실적은 전년 영업이익을 상회할 것으로 전망한다.

안정적인 재무구조 & 배당메리트

동사의 순현금(624억원, 2Q22 기준)+자사주(42.0% 보유, 352억원)의 가치는 975억원 규모로 시가총액을 상회한다. 또한 동사는 사업의 특성상(소프트웨어 솔루션) 순현금이 매년 증가하고 있으며, 이를 기반으로 안정적인 배당정책을 유지하고 있는데, 2022년 예상 시가배당률은 5.8%(전년과 동일한 DPS 500원 가정) 수준이다.

투자의견 매수, 목표주가 11,000원

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 11,000원으로 하향한다. 이는 최근 시장하락에 따른 목표주가 괴리도 축소를 고려한 것이다. 목표주가는 DCF Valuation을 통해 산출하였다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	36.4	34.8	38.2	41.5	44.7
영업이익	0.5	1.2	1.7	2.4	2.7
세전계속사업손익	1.9	1.8	2.8	3.5	3.8
순이익	1.9	1.8	2.7	3.3	3.6
EPS (원)	332	187	274	344	372
증감률 (%)	-56.4	-43.8	46.6	25.9	8.0
PER (x)	36.5	58.7	31.5	25.1	23.2
PBR (x)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	26.3	12.8	4.2	3.9	4.0
영업이익률 (%)	1.5	3.3	4.5	5.9	6.1
EBITDA 마진 (%)	4.7	7.0	8.0	9.0	8.9
ROE (%)	1.7	1.7	2.4	3.1	3.4
부채비율 (%)	11.9	11.7	13.0	14.1	15.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 연간실적 전망

(단위: 억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	414	421	418	364	348	382	415	447
YoY	1.2%	1.8%	-0.8%	-12.9%	-4.3%	9.8%	8.5%	7.7%
음성핵심망	134	131	107	66	113	118	121	122
무선데이터	277	283	301	294	232	261	291	321
기타	3	8	10	4	3	4	4	4
〈YoY〉								
음성핵심망	54.9%	-2.3%	-18.1%	-38.2%	70.7%	4.3%	2.1%	1.5%
무선데이터	-13.3%	2.2%	6.4%	-2.2%	-21.3%	12.7%	11.4%	10.3%
기타	0.6%	137.2%	25.2%	-63.6%	-3.4%	2.9%	2.7%	2.6%
〈% of Sales〉								
음성핵심망	32.4%	31.1%	25.7%	18.2%	32.5%	30.8%	29.0%	27.4%
무선데이터	66.9%	67.1%	72.0%	80.8%	66.5%	68.2%	70.1%	71.8%
기타	0.8%	1.8%	2.3%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
영업이익	52	60	34	5	12	17	24	27
% of sales	12.6%	14.3%	8.0%	1.5%	3.3%	4.5%	5.9%	6.1%
% YoY	12.8%	15.8%	-44.2%	-83.8%	111.4%	49.8%	41.0%	10.9%

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E
매출액	47	58	76	166	49	60	78	195
YoY	6.1%	-24.6%	-13.2%	7.8%	4.4%	3.0%	2.3%	17.2%
음성핵심망	9	12	23	68	9	14	24	71
무선데이터	37	45	52	97	39	45	54	123
기타	1	1	1	1	1	1	1	1
〈YoY〉								
음성핵심망	0.2%	-47.0%	94.0%	211.9%	-2.5%	16.1%	1.9%	3.9%
무선데이터	7.9%	-15.2%	-30.3%	-26.1%	6.1%	-0.6%	2.5%	26.8%
기타	-2.2%	-5.6%	-1.1%	-4.5%	4.9%	6.6%	0.0%	0.0%
〈% of Sales〉								
음성핵심망	19.9%	21.0%	30.3%	41.1%	18.6%	23.6%	30.2%	36.4%
무선데이터	78.2%	77.6%	68.5%	58.4%	79.6%	74.9%	68.7%	63.1%
기타	1.8%	1.4%	1.1%	0.5%	1.8%	1.5%	1.1%	0.4%
영업이익	-25	-12	7	42	-25	-9	4	48
% of sales	-53.1%	-20.1%	8.9%	25.0%	-50.4%	-15.1%	4.6%	24.4%
% YoY	적자유지	적자유지	흑전	173.2%	적자유지	적자유지	-46.9%	14.6%

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표3 DCF Valuation

(단위: 억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	12	17	24	27	30	33	
EBIT에 대한 법인세	1	2	3	3	3	4	
NOPLAT	10	15	22	24	26	29	
감가상각비	13	14	15	17	18	19	
총현금유입	23	30	37	41	44	48	
운전자본증감	-41	-2	-2	-2	-2	-2	
유무형자산투자	9	24	28	30	30	33	
총투자	-32	22	26	28	28	31	
Free Cash Flow	55	7	11	12	16	17	17
PVIF (Present Value Interest Factor)		99%	90%	83%	76%	70%	64%
추정FCF의 현재가치		7	10	10	12	12	
계속가치 (2027년 이후)							186
Continuing Value Calculation							
FCF증가율 (2027 -normalized FCF)	0.0%						
계속성장률 g (%)	0.0%						
WACC	8.9%						
추정FCF 현재가치	52						
계속가치 현재가치	120						
Operating Value of FCFF	171						
Appraised company value							
비영업활동 투자자산	106						
순차입금	-624						
Net	730						
추정자기자본가치	901						
발행주식수 (천주)	9,703						
자기주식수 (천주)	4,076						
추정주당가치 (원)	16,013						
적정주당가치 (원)	11,209	← 유동성을 반영한 30% discount					
현재주당가격 (원)	8,630						
Potential (%)	29.9%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

텔코웨어 (078000)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	82.3	78.3	78.6	77.3	76.3
현금 및 현금성자산	6.1	19.7	15.3	12.9	10.8
매출채권 및 기타채권	9.4	2.4	6.5	7.0	7.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	66.8	56.2	56.7	57.3	57.9
비유동자산	40.8	43.9	44.8	45.6	46.3
관계기업투자등	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1
유형자산	24.8	24.2	23.6	23.1	22.7
무형자산	6.5	6.7	7.0	7.0	7.0
자산총계	123.1	122.2	123.4	122.9	122.6
유동부채	11.7	11.1	12.5	13.4	14.4
매입채무 및 기타채무	10.9	10.2	11.6	12.6	13.5
단기금융부채	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
비유동부채	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
장기금융부채	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
기타비유동부채	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
부채총계	13.1	12.8	14.2	15.2	16.1
지배주주지분	110.0	109.4	109.2	107.7	106.5
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3
이익잉여금	100.4	99.8	99.7	98.1	96.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	110.0	109.4	109.2	107.7	106.5

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	0.3	9.9	-33.6	3.9	4.2
당기순이익(손실)	1.9	1.8	2.7	3.3	3.6
비현금수익비용가감	0.6	1.1	-33.6	0.2	0.2
유형자산감가상각비	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-0.6	-0.2	-34.9	-1.1	-1.1
영업활동 자산부채변동	-2.0	6.7	-2.7	0.4	0.4
매출채권 감소(증가)	1.3	7.2	-4.1	-0.6	-0.5
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-2.4	-0.8	1.4	1.0	1.0
기타자산, 부채변동	-1.0	0.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-8.7	6.5	-1.6	-1.5	-1.5
유형자산처분(취득)	-4.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8
무형자산 감소(증가)	-1.3	-0.3	-0.3	-0.1	0.0
투자자산 감소(증가)	32.2	27.8	-0.6	-0.6	-0.6
기타투자활동	-34.9	-20.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-3.2	-2.8	30.9	-4.9	-4.9
차입금의 증가(감소)	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.1	-2.7	30.9	-4.9	-4.9
배당금의 지급	-3.1	-2.7	2.8	4.9	4.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-11.5	13.6	-4.3	-2.4	-2.1
기초현금	-17.6	-6.1	19.7	15.3	12.9
기말현금	6.1	19.7	15.3	12.9	10.8

자료: 텔코웨어, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	36.4	34.8	38.2	41.5	44.7
매출원가	24.3	20.8	22.9	24.5	26.6
매출총이익	12.1	14.0	15.3	16.9	18.1
판매비 및 관리비	11.5	12.9	13.6	14.5	15.4
영업이익	0.5	1.2	1.7	2.4	2.7
(EBITDA)	1.7	2.4	3.0	3.7	4.0
금융손익	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.0	0.4	0.6	0.6	0.6
세전계속사업이익	1.9	1.8	2.8	3.5	3.8
계속사업법인세비용	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
계속사업이익	1.9	1.8	2.7	3.3	3.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.9	1.8	2.7	3.3	3.6
지배주주	1.9	1.8	2.7	3.3	3.6
총포괄이익	1.9	1.8	2.7	3.3	3.6
매출총이익률 (%)	33.1	40.3	40.1	40.9	40.5
영업이익률 (%)	1.5	3.3	4.5	5.9	6.1
EBITDA마진률 (%)	4.7	7.0	8.0	9.0	8.9
당기순이익률 (%)	5.1	5.2	6.9	8.1	8.1
ROA (%)	1.5	1.5	2.2	2.7	2.9
ROE (%)	1.7	1.7	2.4	3.1	3.4
ROIC (%)	1.2	3.2	4.6	6.2	6.8

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	36.5	58.7	31.5	25.1	23.2
P/B	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	26.3	12.8	4.2	3.9	4.0
P/CF	47.6	36.0	n/a	23.8	22.1
배당수익률 (%)	4.0	4.6	5.8	5.8	5.8
성장성 (%)					
매출액	-12.9	-4.3	9.8	8.5	7.7
영업이익	-83.8	111.4	49.8	41.0	10.9
세전이익	-62.0	-3.7	53.2	25.9	8.0
당기순이익	-56.4	-3.0	46.6	25.9	8.0
EPS	-56.4	-43.8	46.6	25.9	8.0
안정성 (%)					
부채비율	11.9	11.7	13.0	14.1	15.2
유동비율	706.3	705.9	630.6	575.2	529.8
순차입금/자기자본(x)	-65.5	-68.4	-65.1	-64.3	-63.6
영업이익/금융비용(x)	16.6	52.8	83.4	117.6	130.4
총차입금 (십억원)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
순차입금 (십억원)	-72.0	-74.8	-71.1	-69.2	-67.7
주당지표(원)					
EPS	332	187	274	344	372
BPS	11,338	11,274	11,257	11,102	10,974
CFPS	254	304	n/a	362	390
DPS	480	500	500	500	500

텔코웨어 목표주가 추이

(원)

20,000

15,000

10,000

5,000

0

20/10

21/04

21/10

22/04

22/10

주가

목표주가

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최저 대비	최고 대비	평균 대비
2015.05.12	변경	정홍식			
2020.11.16	Buy	16,000	-17.8		-25.0
2021.10.01	Buy	15,000	-24.7		-31.0
2022.10.02	Buy	15,000	-41.5		-42.0
2022.10.13	Buy	11,000			

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 기관투자자 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)	투자 의견 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) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)