

인터넷/게임/소프트웨어

Senior Analyst **홍종길**

☎ 3276-6168

jonggil@truefriend.com

Analyst **김현민**

☎ 3276-6172

hyunminkim@truefriend.com

텔코웨어(07800)

투자의견: **매수(상향)**

● 추가(4/24): 8,070원

● 목표주가: 10,600원(유지)

2008년은 턴어라운드 해

투자의견 '매수'로 상향 조정

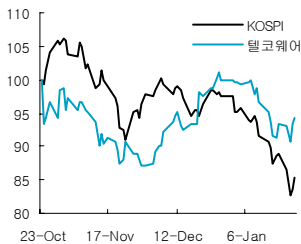
텔코웨어에 대한 투자의견을 '중립'에서 '매수'로 상향조정하고 6개월 목표주가는 10,600원을 유지한다. 근거는 세가지다. 1) 2008년 실적이 지난 3년간의 매출액 정체, 영업이익 감소에서 탈피해 양호한 증가로 턴어라운드할 전망이다. 2) 자사주 매입과 배당 증가 등 주주이익 환원정책이 지속될 것으로 예상된다. 3) 2008년 예상 실적 기준 PER 8.4배, PBR 0.8배로 한국증권 유니버스 평균 대비 각각 33%, 48% 낮다. 목표주가는 2008년 예상 EPS 959원에 한국증권 유니버스 평균 PER 12.6배를 10% 할인한 11.3배를 적용한 것이다. 할인을 10%는 2007년에 텔코웨어의 주가가 시장평균 대비 낮은 수준에서 거래됐고 유동성이 높지 않은 점을 고려한 것이다.

1분기 매출액은 전년동기대비 63.9% 증가, 영업이익 18억원으로 흑자전환

1분기 매출액은 전년동기대비 63.9% 증가한 119억원을 기록했다. HLR(Home Location Register) 등 기존 제품들의 SKT 매출이 견조했고, LGT에 IMS(IP Multimedia Subsystem), 베트남 S텔레콤에 HLR, 싱가포르에 WiBro 등 매출이 발생했기 때문이다. 통상 비수기인 1분기에 영업적자를 기록했었는데 금년 1분기에는 개발비 등을 보수적으로 비용처리했음에도 불구하고 영업이익이 18억원으로 흑자전환했다.

▶ 시가총액	79.4십억원
▶ 52주 최고/최저가	13,650원/7,310원
▶ 최근 6개월 평균 거래량	34,952주
▶ 외국인지분율	6.96%

최근 6개월 상대주가 추이



<표 1> 1분기 영업이익 18억원으로 흑자 전환

(단위: 십억원, %)

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	QoQ	YoY	컨센서스	차이	오차율
매출액	7.3	19.2	17.4	20.7	11.9	-42.4%	63.9%	9.9	2.0	20.3%
영업이익	-1.4	5.5	2.8	1.1	1.8	65.7%	흑자전환	-0.6	2.4	-407%
세전이익	-0.8	5.8	3.2	1.5	2.2	51.0%	흑자전환	0.3	1.9	634.7%
순이익	-0.8	4.7	2.5	1.1	1.7	54.7%	흑자전환	-0.1	1.8	-1848%
매출액총이익률	21.7	43.9	32.3	30.4	43.9			0.0		
매출액영업이익률	-18.8	28.7	15.9	5.4	15.5			-6.1		
매출액세전이익률	-11.3	30.0	18.3	7.1	18.5			3.0		
매출액순이익률	-10.4	24.6	14.4	5.5	14.7			-1.0		

자료: 텔코웨어, Fnguide, 한국투자증권

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2006A	63.7	9.0	11.6	8.3	835	-43.1	12.9	16.9	7.2	1.4	8.4
2007A	64.5	8.0	9.6	7.6	769	-7.9	12.4	13.2	4.0	1.1	7.7
2008F	70.0	9.7	11.7	8.5	959	24.8	13.9	8.4	1.3	0.8	8.9
2009F	75.7	11.4	13.6	9.9	1,113	16.0	15.8	7.2	0.8	0.7	10.0
2010F	81.5	13.4	15.9	11.6	1,299	16.7	17.8	6.2	0.3	0.7	10.9

- 당사는 4월 24일 현재 상기 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2008년 1월 2일부터 2009년 1월 2일까지 텔코웨어의 자기주식취득 신탁계약 증권사입니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 4월 24일 현재 상기 주식을 보유하고 있지 않습니다.

무선데이터 솔루션 매출
전년동기대비
74.7% 증가

<표 2> 사업부문별 분기 매출액 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	QoQ	YoY
음성핵심망 솔루션	3.4	9.8	9.9	12.9	5.2	-59.5%	52.8%
무선데이터 솔루션	3.8	9.4	7.4	7.7	6.6	-14.4%	74.7%
기타(임대료)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	27.1%	27.0%
합계	7.3	19.2	17.4	20.7	11.9	-42.4%	63.9%

자료: 텔코웨어

2008년에 턴어라운드 가능한 이유 3가지

텔코웨어는 2005~2007년까지 3년간 매출액이 늘지 못하고 영업이익이 감소하는 정체를 겪었다. SKT에 대한 높은 매출 의존도(2007년 71.8%)를 탈피하지 못해 HSDPA, WiBro 등 신규서비스에 대한 핵심망 투자 지연의 영향을 받았고, 해외 등 타 통신사로의 매출처를 확대하지 못했으며, 보수적으로 추진했던 신규 사업들이 성과를 내지 못했기 때문이다.

2008년에는 수익이 증가세로 턴어라운드할 것으로 전망된다. 근거는 다음 세가지다. 1) SKT가 HSDPA에 대한 적극적인 마케팅을 시작하면서 가입자가 증가해 관련 솔루션 공급이 늘어날 것으로 예상된다. 2) LGT, 데이콤 등에 IMS, FMC 등 컨버전스 솔루션을 공급했고, SKT가 인수한 하나로텔레콤에도 사업기회가 있을 전망이다. 3) 베트남 S텔레콤의 설비증설이 예상되며 투자가 늘어나고, WiBro 관련 전략적 제휴를 맺은 삼성전자와 포스데이터가 해외시장에서 성과를 내면서 매출이 발생할 것으로 예상된다.

이외에 2008년초 신규사업부를 설립하고, 영입한 임원을 중심으로 서비스부문 진출을 추진 중이다. 상반기에 5년 후의 장기 비전을 설정한 후 성장 동력 발굴을 위해 전략적 제휴, 인수 합병 등을 적극적으로 추진할 계획이다.

영업이익 증가세로 전환되면서 자산가치와 주주이익 환원 정책 부각될 전망

텔코웨어는 2008년 1~3월초 자사주 신탁을 통해 50억원을 취득했고, 2007년 배당금(주당 300원) 27억원을 지급한 후에도 3월말 현금성자산은 약 400억에 달한다. 그동안 이익 감소로 높은 자산가치와 자사주 매입, 배당 증가 등 주주이익 환원이 주목 받지 못했으나 2008년에는 펀더멘탈 개선과 함께 부각될 가능성이 높다.

대차대조표

(단위: 십억원)

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
유동자산	92.6	77.5	79.4	87.1	96.1
현금성자산	34.2	38.1	37.8	43.1	48.9
매출채권	45.6	24.8	26.9	29.1	31.3
재고자산	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
비유동자산	36.8	36.3	36.2	36.2	36.1
투자자산	3.7	9.8	9.8	9.8	9.8
유형자산	21.7	21.2	20.7	20.2	19.7
무형자산	4.8	4.5	4.9	5.3	5.7
자산총계	129.4	113.9	115.6	123.3	132.3
유동부채	26.9	15.4	17.0	18.6	20.3
매입채무	20.5	9.7	10.5	11.4	12.2
단기차입금및단기사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금및리스부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	28.7	17.4	19.1	20.9	22.8
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	37.8	37.9	37.9	37.9	37.9
자본조정	-3.0	-7.9	-12.9	-12.9	-12.9
이익잉여금	61.0	61.7	66.7	72.6	79.6
자본총계	100.8	96.5	96.5	102.4	109.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
영업활동현금흐름	9.5	21.5	13.1	14.4	16.2
당기순이익	8.3	7.6	8.5	9.9	11.6
유형자산감가상각비	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
무형자산상각비	1.8	2.3	2.3	2.5	2.7
자산부채변동	-1.4	6.9	-1.5	-1.6	-1.5
기타	-1.3	2.7	1.8	1.7	1.7
투자활동현금흐름	12.1	-5.7	-4.8	-4.9	-5.9
유형자산투자	-20.4	-1.6	-1.5	-1.4	-1.3
유형자산매각	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
유동자산순증	-3.2	-1.1	0.0	0.0	-0.9
투자자산순증	34.6	-1.3	-0.6	-0.6	-0.6
기타	0.9	-1.8	-2.7	-3.0	-3.1
재무활동현금흐름	-4.4	-11.9	-8.6	-4.1	-4.6
자본금및자본잉여금증가	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1.8	-2.5	-2.7	-3.5	-4.0
기타	-3.0	-9.4	-5.9	-0.6	-0.6
현금의 증가	17.1	3.9	-0.3	5.3	5.8

손익계산서

(단위: 십억원)

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
매출액	63.7	64.5	70.0	75.7	81.5
매출총이익	21.7	21.9	24.5	27.3	30.2
판매비	12.7	13.9	14.8	15.8	16.8
영업이익	9.0	8.0	9.7	11.4	13.4
영업외수익	3.9	2.4	2.8	2.9	3.3
이자수익	2.1	2.4	2.8	2.9	3.3
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법이익	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실	0.3	0.7	0.6	0.6	0.6
세전계속사업이익	11.6	9.6	11.7	13.6	15.9
법인세비용	3.3	2.0	3.2	3.7	4.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.3	7.6	8.5	9.9	11.6
EBITDA	12.9	12.4	13.9	15.8	17.8
경상이익(중단계정)	11.6	9.6	11.7	13.6	15.9

주요 투자지표

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
주당지표(원)					
EPS	835	816	959	1,113	1,299
BPS	9,846	9,945	10,407	10,954	11,618
DPS	250	300	350	400	450
SPS	6,352	6,533	7,860	8,500	9,151
성장성(% YoY)					
매출증가율	-1.6	1.3	8.5	8.1	7.7
영업이익증가율	-26.2	-10.9	20.1	18.1	17.1
순이익증가율	-37.8	-8.1	12.6	16.0	16.7
EPS증가율	-43.1	-2.3	17.6	16.0	16.7
EBITDA증가율	-12.9	-4.1	12.5	13.3	13.0
수익성(%)					
영업이익률	14.2	12.5	13.8	15.1	16.4
순이익률	13.0	11.8	12.2	13.1	14.2
EBITDA Margin	20.2	19.2	19.9	20.8	21.8
ROA	7.1	6.6	8.4	9.6	10.5
ROE	8.4	7.7	8.9	10.0	10.9
배당수익률	2.2	3.3	4.3	4.9	5.6
안정성					
순차입금	-46.0	-51.1	-50.7	-56.1	-62.7
영업이익이자보상배율	-	-	-	-	-
차입금/자본총계비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	16.9	13.2	8.4	7.3	6.2
PBR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.7
PSR	2.2	1.6	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.2	4.0	1.3	0.8	0.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
텔코웨어(07800)	2005. 12. 26	매수	25,800원
	2006. 03. 07	중립	17,400원
	2006. 05. 02	매수	17,400원
	2006. 07. 26	매수	19,000원
	2006. 10. 13	매수	16,700원
	2007. 05. 08	중립	12,800원
	2007. 08. 06	중립	14,000원
	2008. 02. 05	중립	10,600원
	2008. 04. 26	매수	10,600원



■ 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 주가등락 기준임

- 장기매수 : 시장지수 대비 10%p 이상의 주가 상승이 예상되면서, 성장성이나 안정성이 특히 뛰어난 기업
- 매 수 : 시장지수 대비 10%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장지수 대비 -10~10%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장지수 대비 10%p 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 6개월간 해당 업종의 거래소(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 거래소(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.