

2007년 11월 26일

## 엔텔스(069410)

박정하 3779-3203  
pjh0327@bridgefn.com

### 08년 해외 매출 비중 증가를 통한 실적 호전 기대

투자 의견: 매수

Target Price : 12,500원

|            |              |         |             |              |                  |             |            |            |                  |            |            |
|------------|--------------|---------|-------------|--------------|------------------|-------------|------------|------------|------------------|------------|------------|
| 현재가(11/23) | 7,760원       | FY      | 매출액<br>(억원) | 영업이익<br>(억원) | 세전계속사업이익<br>(억원) | 순이익<br>(억원) | EPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) |
| 시가총액(억원)   | 256          | 200412  | 214.2       | -33.1        | -30.4            | -28.0       | -1,173     | -          | -                | -          | -18.4      |
| 52주H/L(원)  | 26,300/6,850 | 200512  | 239.4       | 6.8          | 10.7             | 10.7        | 431        | -          | -                | -          | 7.5        |
| 자본금(억원)    | 16.5         | 200612  | 263.4       | 20.9         | 24.2             | 21.4        | 861        | -          | -                | -          | 13.4       |
| 최대주주(%)    | 심재희 15.4     | 200712F | 280.7       | 4.4          | 9.2              | 7.8         | 242        | 32.1       | 14.0             | 1.0        | 3.6        |
|            |              | 200812F | 351.5       | 27.4         | 31.9             | 28.2        | 877        | 8.8        | 3.4              | 0.9        | 10.1       |
|            |              | 200912F | 427.6       | 41.9         | 47.8             | 42.3        | 1,314      | 5.9        | 1.6              | 0.8        | 13.5       |

### 1. 기업개요

유무선통신사업자용 운영  
지원 등 솔루션 제공업체

엔텔스는 2000년 설립, 올해 6월 IPO한 회사로써 통신사업자를 위한 비즈니스 지원시스템(BSS), 운영지원시스템(OSS), 서비스제공 플랫폼(SDP)의 3개 영역에 솔루션을 공급하는 업체이다. 비즈니스 지원시스템의 영역은 서비스 가입, 요금계산, 정산, 청구 등과 관련된 시스템이며, 운영지원 시스템은 서비스 개통, 과금 수집과 관련된 서비스를 지원하는 솔루션이다. 매출 비중은 2006년 기준 운영지원시스템이 약 67% 수준으로 가장 높으며, 비즈니스 지원과 서비스 제공 플랫폼이 각각 12.7%, 4.5% 수준이며 고객사 요청에 의해 건별로 발생하는 SI(H/W) 부문이 15.9% 수준이다. 주요 고객은 SKT(최종 고객 기준, 2006년 51.4%)이며, 해외 진출과 KT 계열 통신사 등 고객사 다변화를 꾀하고 있다. 주요주주 구성은 심재희 대표이사가 15.4%로 개인 최대주주이며 6명의 임원들이 약 10%를 보유하고 있어 최대주주 및 특수관계인 지분이 25.7%이며, SK텔레콤이 약 6.22%의 지분을 보유하고 있다.

그림1. 최종고객 기준 주요 매출처(2006년)

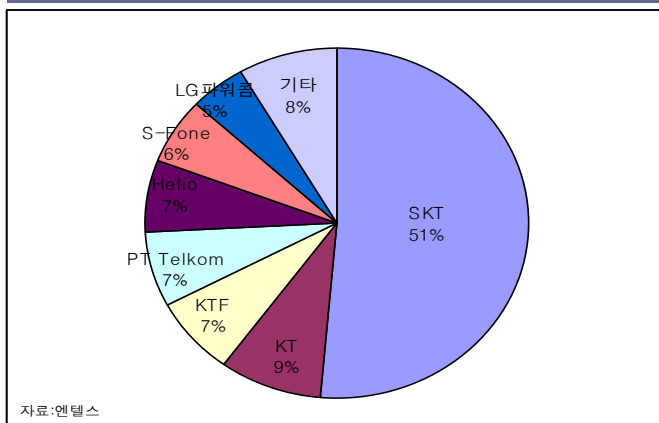
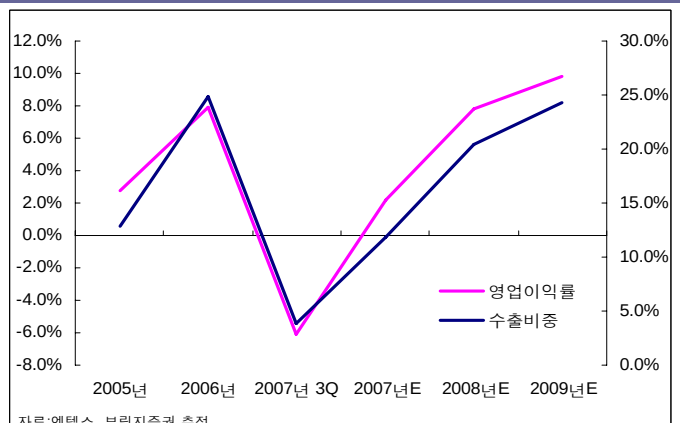


그림2. 수출비중과 영업이익률 전망



## 2. 실적 전망

**2007년 실적 전망**  
**매출액 280.7억원**  
**영업이익 4.4억원**

동사의 3/4분기 실적은 매출액 56.1억원, 영업손실 1.9억원으로 2/4분기에 비해 매출액은 소폭 증가하였으나 영업적자 상태가 지속되었다. 실적 부진의 원인은 기대했던 말레이시아, 태국 등 해외 신규 매출의 지연과 인도네시아향 신규 매출이 발생하지 않았고, 수익성이 높은 패키지 매출 비중이 감소하였기 때문이다. 하지만, 4/4분기 이연된 해외 매출이 발생하고, 고객사 요구에 따라 패키지 매출이 증가할 것으로 기대되어 올해 연간 매출액과 영업이익은 280.7억원, 영업이익 4.4억원 수준은 달성할 것으로 예상된다.

**2008년 수출 비중 확대**  
**로 영업이익률 7.8% 수**  
**준까지 개선 기대**

2008년 예상 실적은 매출액 351.5억원, 영업이익 27.4억원으로 전망한다. 매출 증가는 기존 SKT의 안정적인 매출 외에 KT의 와이브로 가입자수 증가와 KTF의 HSDPA 가입자 증가에 따른 KT 계열의 통신사업자향 매출 증가와 수출 증가 때문이다. 특히, 해외 수출은 2007년 약 30억원 수준에서 약 60억원 규모로 큰 폭 증가하며 전체 매출액 대비 16.9%를 차지할 것으로 추정된다. 해외 매출 증가는 기공급된 인도네시아와 베트남 통신서비스 사업자향 운영유지보수, 증설 등의 수요 확대와 추가적인 통신사업자 확보가 기대되기 때문이다. [그림2]에서 보면 알 수 있듯이 동사의 수익성은 해외 매출 비중과 매우 높은 관계과 있음을 알 수 있다. 따라서, 2008년 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과와 수출 비중 증가에 따른 수익성 개선으로 영업이익률은 7.8% 수준까지 개선될 것으로 예상된다.

## 3. 투자포인트 및 투자 의견

**실적 부진에 따른 지속적**  
**인 주가 하락**

동사의 주가는 등록(07. 6. 20)이후 26,300원을 고점으로 지속적으로 하락하며 공모가 10,000원 수준에도 미치지 못하는 7,000원대이다. 이는 올해 2/4분기, 3/4분기 실적이 기대에 크게 못 미칠 뿐만 아니라 영업 적자를 기록하였기 때문이다. 하지만, 4/4분기를 시작으로 수출 확대, 2008년 이후 국내외 통신 시장 변화(3G, 와이브로, IPTV, MVNO 등)에 따른 신규 수요 확대로 실적 개선과 함께 동사의 주가도 상승 모멘텀을 가질 것으로 예상된다.

**약 150억원의 보유 현금**  
**을 통한 새로운 가치 창**  
**출 기회 풍부**

동사의 투자포인트는 1)OSS 분야에서 우수한 기술력 확보, 2)국내 안정적인 매출처(SK, KT 계열) 확보, 3)동남아 및 미주 등 수출 모멘텀 기대, 4)무차입 재무구조와 약 150억원에 달하는 현금 보유로 M&A 등 향후 새로운 가치 창출 기회가 풍부하다는 점 등이다. 동사의 기준일(11/23종가) 시가총액은 250억원 수준으로 동사의 2007년말 예상 순자산 260억원에도 미치지 못하며, 순자산의 약 150억원이 현금성 자산임을 감안할 때 현재 주가 수준은 펀더멘털에 비해 저평가 상태라고 판단된다. 동사의 목표가는 2008년 예상 실적에 코스닥 IT S/W 평균 P/E 수준인 13.4배를 적용하여 12,500원을 제시하며 매수 추천한다.

**투자 의견 : 매수**  
**목표가 : 12,500원**

# BRIDGE Research

## 엔텔스(A069410)

### Financial Statement & Ratio

단위: 억원, 천

| Balance Sheet              | 200612        | 200712F        | 200812F        | 200912F        | Income Statement           | 200612        | 200712F        | 200812F        | 200912F        |
|----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>유동자산</b>                | 243.0         | 280.9          | 312.0          | 379.0          | <b>매출액</b>                 | 263.4         | 280.7          | 351.5          | 427.6          |
| 현금 및 당기예금                  | 83.3          | 109.4          | 111.3          | 142.5          | <b>매출원가</b>                | 180.2         | 203.2          | 235.9          | 282.6          |
| 단기매매증권                     | 0.0           | 10.5           | 10.9           | 12.0           | <b>매출총이익</b>               | 83.2          | 77.5           | 115.6          | 145.0          |
| 매출채권                       | 158.7         | 144.1          | 172.2          | 205.2          | <b>판매비와관리비</b>             | 62.3          | 73.1           | 88.2           | 103.1          |
| 재고자산                       | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 인건비                        | 24.3          | 38.1           | 48.3           | 54.7           |
| 기타                         | 1.1           | 16.9           | 17.6           | 19.2           | 감가상각비                      | 0.7           | 0.7            | 3.4            | 6.1            |
| <b>비유동자산</b>               | 35.5          | 93.0           | 130.3          | 149.8          | 무형자산상각비                    | 5.6           | 5.2            | 7.0            | 11.6           |
| 장기투자증권                     | 0.0           | 40.0           | 45.0           | 48.0           | 연구개발관련비용                   | 11.0          | 6.6            | 6.6            | 7.0            |
| 지분법적용투자주식                  | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 기타                         | 20.8          | 22.6           | 22.9           | 23.7           |
| 감가상각자산                     | 1.6           | 2.4            | 17.1           | 17.6           | <b>영업이익</b>                | 20.9          | 4.4            | 27.4           | 41.9           |
| 기타                         | 33.9          | 50.6           | 68.2           | 84.1           | <b>영업외손익</b>               | 3.3           | 4.8            | 4.5            | 5.9            |
| <b>자산총계</b>                | 278.5         | 373.9          | 442.3          | 528.8          | 이자수익                       | 3.0           | 4.6            | 4.6            | 6.0            |
| <b>유동부채</b>                | 104.0         | 103.8          | 142.6          | 185.3          | 이자비용                       | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 매입채무                       | 93.6          | 91.6           | 127.4          | 166.8          | 배당금수익                      | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 단기차입금, 유동성정기부채             | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 유가증권관련손익                   | -0.5          | -0.1           | -0.1           | -0.1           |
| 기타                         | 10.4          | 12.1           | 15.2           | 18.5           | 외환차손익                      | -0.2          | -0.1           | 0.0            | 0.0            |
| <b>비유동부채 등</b>             | 4.0           | 5.4            | 6.8            | 8.3            | 외화환산손익                     | -0.1          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 사채, 장기차입금                  | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 지분법손익                      | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타                         | 4.0           | 5.4            | 6.8            | 8.3            | 기타                         | 1.1           | 0.4            | 0.0            | 0.0            |
| <b>부채총계</b>                | 108.0         | 109.2          | 149.4          | 193.5          | <b>세전계속사업이익</b>            | 24.2          | 9.2            | 31.9           | 47.8           |
| 자본금                        | 12.4          | 16.5           | 16.5           | 16.5           | 계속사업법인세비용                  | 2.8           | 1.4            | 3.7            | 5.5            |
| 자본잉여금                      | 80.0          | 153.7          | 153.7          | 153.7          | 계속사업이익                     | 21.4          | 7.8            | 28.2           | 42.3           |
| 자본조정                       | 2.0           | 10.6           | 10.6           | 10.6           | 중단사업이익                     | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타포괄손익누계액                  | 0.0           | 0.1            | 0.1            | 0.1            | 법인세효과                      | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 이익잉여금                      | 76.1          | 83.9           | 112.1          | 154.4          | <b>당기순이익</b>               | 21.4          | 7.8            | 28.2           | 42.3           |
| <b>자본총계</b>                | 170.5         | 264.7          | 292.9          | 335.2          | <b>주당순이익</b>               | 861           | 242            | 877            | 1,314          |
| <b>Cash Flow Statement</b> | <b>200612</b> | <b>200712F</b> | <b>200812F</b> | <b>200912F</b> | <b>Financial Ratio (%)</b> | <b>200612</b> | <b>200712F</b> | <b>200812F</b> | <b>200912F</b> |
| <b>영업활동현금흐름</b>            | -2.8          | -8.1           | 52.3           | 73.4           | <b>성장성 (%)</b>             |               |                |                |                |
| 당기순이익(손실)                  | 21.4          | 7.8            | 28.2           | 42.3           | 매출액증가율                     | 10.0%         | 6.6%           | 25.2%          | 21.7%          |
| 비현금수익비용가감                  | 11.5          | 6.4            | 12.7           | 21.7           | 영업이익증가율                    | 208.9%        | -78.9%         | 521.6%         | 52.8%          |
| 감가상각비, 무형자산상각비             | 7.1           | 5.0            | 12.6           | 21.5           | EBIT증가율                    | 150.9%        | -78.1%         | 484.7%         | 53.1%          |
| 기타                         | 4.3           | 1.3            | 0.1            | 0.1            | EBITDA증가율                  | 92.0%         | -65.9%         | 310.7%         | 58.7%          |
| 운전자본증감                     | -35.8         | -33.4          | 11.4           | 9.5            | 순이익증가율                     | 99.9%         | -63.7%         | 262.9%         | 49.8%          |
| 매출채권증가(감소)                 | -57.8         | -100.0         | -28.2          | -33.0          | <b>안정성 (%)</b>             |               |                |                |                |
| 재고자산증가(감소)                 | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 유동비율                       | 233.8%        | 270.8%         | 218.9%         | 204.6%         |
| 매입채무증가(감소)                 | 23.4          | 65.1           | 35.7           | 39.4           | 순차입금비용                     | -48.8%        | -45.3%         | -41.7%         | -46.1%         |
| 기타                         | -1.4          | 1.6            | 3.8            | 3.1            | 부채비율                       | 63.3%         | 41.2%          | 51.0%          | 57.7%          |
| <b>투자활동현금흐름</b>            | -7.4          | -139.6         | -86.1          | -80.6          | 이자보상배율 (배)                 | -             | 12,601.1       | -              | -              |
| 유형자산처분(취득)                 | -2.0          | -1.8           | -20.0          | -10.0          | <b>수익성 (%)</b>             |               |                |                |                |
| 무형자산감소(증가)                 | -4.1          | -5.4           | -24.9          | -28.0          | Operating Income Margin    | 7.9%          | 1.6%           | 7.8%           | 9.8%           |
| 투자자산감소(증가)                 | -1.5          | -45.4          | -5.1           | -3.1           | EBIT Margin                | 8.1%          | 1.7%           | 7.8%           | 9.8%           |
| 기타                         | 0.2           | -87.0          | -36.1          | -39.5          | EBITDA Margin              | 10.8%         | 3.5%           | 11.4%          | 14.8%          |
| <b>재무활동현금흐름</b>            | 0.0           | 8.6            | 0.0            | 0.0            | ROA                        | 8.4%          | 2.4%           | 6.9%           | 8.7%           |
| 차입금증가(감소)                  | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | ROE                        | 13.4%         | 3.6%           | 10.1%          | 13.5%          |
| 사채증가(감소)                   | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | ROIC                       | 27.1%         | 3.4%           | 20.5%          | 28.1%          |
| 자본증가(감소)                   | 0.0           | 8.6            | 0.0            | 0.0            | <b>활동성 (회)</b>             |               |                |                |                |
| 배당금지급                      | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 매출채권회전율                    | 2.0           | 1.9            | 2.2            | 2.3            |
| 자본조정, 포괄손익증가(감소)           | 0.0           | 8.6            | 0.0            | 0.0            | 재고자산회전율                    | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타                         | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 매입채무회전율                    | 2.2           | 2.2            | 2.2            | 1.9            |
| <b>순현금흐름</b>               | -10.2         | -139.0         | -33.8          | -7.2           | 회전자산회전율                    | 1.0           | 0.8            | 0.8            | 0.7            |
| 기초현금                       | 32.5          | 22.3           | -32.2          | -66.0          | 자기자본회전율                    | 1.6           | 1.1            | 1.3            | 1.4            |
| 기말현금                       | 22.3          | -116.8         | -66.0          | -73.2          | 투자자본회전율                    | 3.7           | 6.8            | 3.2            | 3.4            |

### Valuation Indicator

| Multiple Valuation     | 200612 | 200712F | 200812F | 200912F | Discounted Valuation   | 200612 | 200712F | 200812F | 200912F |
|------------------------|--------|---------|---------|---------|------------------------|--------|---------|---------|---------|
| <b>Per Share (Won)</b> |        |         |         |         | <b>Dividends (Won)</b> |        |         |         |         |
| EPS                    | 861    | 242     | 877     | 1,314   | DPS(Comm.)             | 0      | 0       | 0       | 0       |
| EBITDAPS               | 1,144  | 302     | 1,240   | 1,987   | DPS(Pref.)             | 0      | 0       | 0       | 0       |
| CFPS                   | 1,067  | 258     | 1,126   | 1,796   | Payout Ratio (%)       | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| SPS                    | 10,578 | 8,723   | 10,922  | 13,287  | FCF                    |        |         |         |         |
| BPS                    | 6,849  | 8,022   | 8,877   | 10,158  | Gross Cash Flow        | 26.6   | 8.3     | 36.2    | 57.8    |
| <b>Multiples (X)</b>   |        |         |         |         | NOPLAT                 | 19.4   | 3.2     | 23.6    | 36.3    |
| PER                    | -      | 32.1    | 8.8     | 5.9     | EBIT                   | 21.3   | 4.7     | 27.3    | 41.8    |
| EV/EBITDA              | -      | 14.0    | 3.4     | 1.6     | Adjusted Taxes         | 1.9    | 1.4     | 3.7     | 5.5     |
| EV/Sales               | -      | 0.5     | 0.4     | 0.2     | Total Investment       | 38.3   | 22.6    | 33.5    | 28.6    |
| PCR                    | -      | 30.1    | 6.9     | 4.3     | IC(Increase)           | 31.2   | 17.5    | 20.9    | 7.0     |
| PSR                    | -      | 0.9     | 0.7     | 0.6     | Depre. & Amor.         | 7.1    | 5.0     | 12.6    | 21.5    |
| PBR                    | -      | 1.0     | 0.9     | 0.8     | Free Cash Flow         | -11.7  | -14.3   | 2.7     | 29.2    |

주: Dataguide 수익추정모델, 브릿지증권 추정

# BRIDGE Research

## Compliance Notice

자료는 작성일 현재 사전 고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 상기 종목과 계열 회사의 관계가 없습니다.

당사는 11월 26일 현재 상기 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등)발행 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.

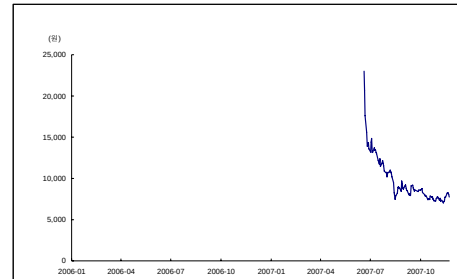
당사는 11월 26일 현재 상기 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 11월 26일 현재 상기 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

동 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(담당자 : 박정하)

## 당사의 엔텔스(069410)에 대한 과거 2년간 투자등급 변경 내용

|        |    |  |  |
|--------|----|--|--|
| 추천확정일자 | 신규 |  |  |
| 자료의 형식 |    |  |  |
| 투자 의견  |    |  |  |
| 목표주가   |    |  |  |
| 추천확정일자 |    |  |  |
| 자료의 형식 |    |  |  |
| 투자 의견  |    |  |  |
| 목표주가   |    |  |  |
| 추천확정일자 |    |  |  |
| 자료의 형식 |    |  |  |
| 투자 의견  |    |  |  |
| 목표주가   |    |  |  |



## 투자등급관련 사항

### 1. 종목 추천 관련 투자 등급 (추천기준일 종가 대비 4등급)

아래 종목 투자 의견은 향후 6개월 간 추천 기준일 종가 대비 추천 종목의 예상 목표 수익률을 의미함

- 적극매수: 목표 수익률 50% 초과(시가총액 1,000억원 이상 기업에만 해당)
- 매수: 목표 수익률 20% 이상
- 중립: 목표 수익률 -20~20%
- 매도: 목표 수익률 -20% 이하
- Not Rated : 투자 의견 미확정

### 2. 산업 추천 관련 투자 등급

아래 산업 투자 의견은 시가 총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- 비중확대(Overweight)
- 중립(Neutral)
- 비중축소(Underweight)

## 직전연도 감사 의견

|        |            |       |           |
|--------|------------|-------|-----------|
| 회계법인   | 사업연도       | 감사 의견 | 지적사항 등 요약 |
| 한영회계법인 | 2006년(07기) | 적정    | 해당사항없음    |

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.