

BUY

Valuation

Target Price: 6,427

Price: 3,200

Margin of Safety: 102%

MktCap.(100mn): 243

ROE: 17.5%

Op.Magin: 10.5%

PER: 6.23

PBR: 1.11

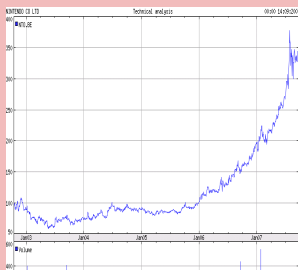
Dividend Yield: 4.49%

Major Sh.Holder:

현해남 외4인(29.51%)

Foreign Shr.: 0.00%

KOSPI 비교



기업분석 1팀

최용림, 김동희

이상욱, 김민정

● ECS텔레콤은?

- 기업통신 및 컨택센터 솔루션 업체
- IP기반 고급기종의 기업통신 솔루션시장 점유율 1위, 컨택센터 솔루션시장 2위 유지
- 대우통신에서 분사, 세계적 통신장비업체 Nortel의 Gold Partner
- 시가총액 236억, 전기 매출액 346억 달성

● 기업통신 솔루션

- 정부의 BcN상용화에 IP-PBX로의 교체수요 증가
- IP-PBX 환경하에서 통합 커뮤니케이션 (UC; Unified Communications) 도입 기업 증가 기대
- LG-Nortel 조인트벤처와의 Partnership

● 컨택센터 솔루션

- 국내 컨택센터 솔루션 시장은 점차 포화되어가고 있음
- 컨택센터 시장에서 ECS텔레콤의 M/S를 높여주는 성장동력은,
 1. 2002년 국민은행 컨택센터 수주
 2. 기존의 다양한 고객군의 지속적인 매출
 3. 캐시카우로 작용할 유지보수 및 UpGrade부문
- 그러나 수주베이스이므로 매출액 보장이 어렵다는 한계가 있음

● 기타 이슈들

- 통합 커뮤니케이션 시장 진출 → 아직 구체화되지 않아 밸류에이션 배제
- ECS텔레콤은 임직원들의 회사 : 우리사주가 50%에 달함
- 주주우선정책 : 당기 배당수익률 5.01%
- 거래량의 부족 → 할인요소로 판단됨
- LG-노텔의 조인트벤처 설립으로 인해 환리스크는 줄어든 상황

● Valuation 및 결론

- FCFF로 Valuation 결과, 6,427원을 Target Price, 102%의 안전마진 제시
- PER로 비교하여도 타사 대비 상대적으로 저평가
- 안정성에 성장성까지 확보한 ECS텔레콤의 매수를 추천한다.

1. Why ECSTelecom?

ECS텔레콤은 저평가되어 있는 회사

ECS텔레콤은
영업이익이 3년만
유지되면 투자금액의
회수가 가능할 정도로
저평가되어 있는
회사이다

시장은 ECS텔레콤을 2008년 6월 20일 현재 240억 원의 시가총액, 6.23의 PER로 평가하고 있다. 동사가 무차입 경영을 하고 있고, 현금성 자산과 단기금융상품이 약 130억 원에 달하고 있어 이 금액이 즉시 현금화 가능하다는 점을 감안하면, 회사의 영업가치는 불과 110억 원 정도로 평가되고 있는 것이다. 동사는 2007년 매출액 364억 원, 영업이익 38억 원, 당기순이익 33억 원을 기록하였다. 따라서 현재 동사의 주가는 당기의 영업실적이 유지된다면 3~4년 이내에 투자금액을 전액 회수 가능한 수준에 불과하다.

8년 연속 흑자, 안정적인 수익 창출, 이익을 주주에 환원

안정적인 수익 창출로
8년 연속 흑자를
기록하였다

동사는 결산 월을 옮겼던 2006년 1월~3월을 제외하고는 8년 연속 흑자 경영에 성공하였다. 동사의 과거 실적과 회사 관계자의 응답을 토대로 분석할 때, 동사는 단기간에 급성장을 추구하기보다는 매년 안정적으로 성장하며 수익성을 추구, 이를 주주에 환원하는 정책을 채택하고 있다. 전기에는 주당 100원, 당기에는 주당 150원의 배당금을 지급하여 당기의 배당수익률은 5.01%에 달하였다.

당기의 매출액, 영업이익의 급격한 증가

당기에는 30%가 넘는
매출액과 영업이익
증가율을 기록하였다

안정적인 성장을 추구하던 동사는 2007년 매출액이 2006년의 264억 원 대비 37.9%가 증가한 364억 원을 기록하였고, 영업이익은 전년동기의 29억 원 대비 31.0% 증가한 38억 원을 기록하여 매출액 변동 공시를 내었다. 게다가 2008년의 가이드선으로 2007년 대비 14.6% 성장한 417억 원의 매출, 13.2% 성장한 43억 원의 영업이익을 제시한 상태이다. 이러한 영업 실적의 급격한 증가는 동사가 영위하고 있는 산업의 밝은 전망 덕분이다. 뒤에서 자세히 설명하겠지만 동사가 영위하고 있는 교환기 시장은 기존의 TDM방식에서 IP-PBX로의 전환기를 맞이하고 있다.

시장의 관심을 받을 것

VoIP, UC와 관련하여
시장의 주목을 받을 것

ECS텔레콤은 시가총액이 236억 원에 불과한 소형주이므로 계속해서 시장에서 소외될 가능성이 존재한다. 그러나 동사는 2007년 12월 18일 코스닥에 상장된 이래로 주가가 소폭이나마 증가하고 있는 추세이다. 또한 VoIP를 사용하더라도 070이 아닌 다른 유선전화번호를 사용할 수 있도록 번호이동성 제도가 6월 말부터 본격적으로 도입될 예정이고, VoIP에 대한 관심은 일반 소비자 시장뿐만 아니라 기업에서 사용하는 VoIP의 인프라인 IP-PBX 시장까지도 이어질 것으로 전망한다. 또한 IP-PBX를 기반으로 전개될 통합 커뮤니케이션(UC; Unified Communications)은 마이크로소프트, IBM, 구글, 시스코, 노텔, 알카텔-루슨트 등 세계 굴지의 IT 기업들이 경쟁할 차세대 IT 전장으로 주목 받고 있어서, 시장의 관심을 받을 가능성은 더 커질 것으로 판단한다.



2. ECS텔레콤과 기업통신 솔루션, 컨택센터 솔루션

동사는 대우통신 PBX 사업부의 핵심 영업 및 연구 인력을 주축으로 설립되었음

대우통신 PBX사업부에서 출발

ECS텔레콤은 1999년에 설립된 기업통신 솔루션 전문 업체이다. 동사를 설립하고 현재 최고 경영자의 위치에 있는 현해남 사장은 1998년 대우통신을 퇴사할 때까지 기업음성사업부문의 책임자로 일하였으며, 이후 노텔 네트워크의 전문 컨설턴트로 활동하였다. 그리고 1999년 10월, 구 대우통신의 교환사업부(PBX)의 핵심 영업 및 연구인력을 주축으로 동사를 설립하였다. 동사는 대우통신과 노텔과의 관계를 이어받아 노텔과의 partnership과 함께 출발하였다.

동사는 세계 최고의 교환기 업체 노텔의 골드 파트너로서 국내 도입제품을 독점

노텔네트워크의 골드파트너

ECS텔레콤이 소유한 경쟁력의 핵심은 노텔 네트워크와의 partnership이다. 노텔은 세계적인 IT장비 업체로서 특히 교환기 부문에서 세계 제일의 경쟁력을 확보하고 있다. 80년대 초반부터 대우통신은 노텔과 협력관계를 맺고 노텔의 제품을 단독으로 국내에 도입해왔고, ECS텔레콤은 대우통신 시절부터 노텔과 관계를 맺어온 인력으로 구성함으로써 Customization 노하우가 절대적으로 필요한 사업의 특성상 창업시부터 노텔과의 partnership을 가지고 시장에 참여할 수 있었다. 현재 ECS텔레콤은 노텔의 global partner이며 2006년 설립된 조인트벤처 LG-노텔과도 골드파트너로서 그 위치를 유지하고 있다. 노텔에서 국내에 도입하는 제품들은 전량 ECS텔레콤을 통해 이루어지고 있는 상황이다.

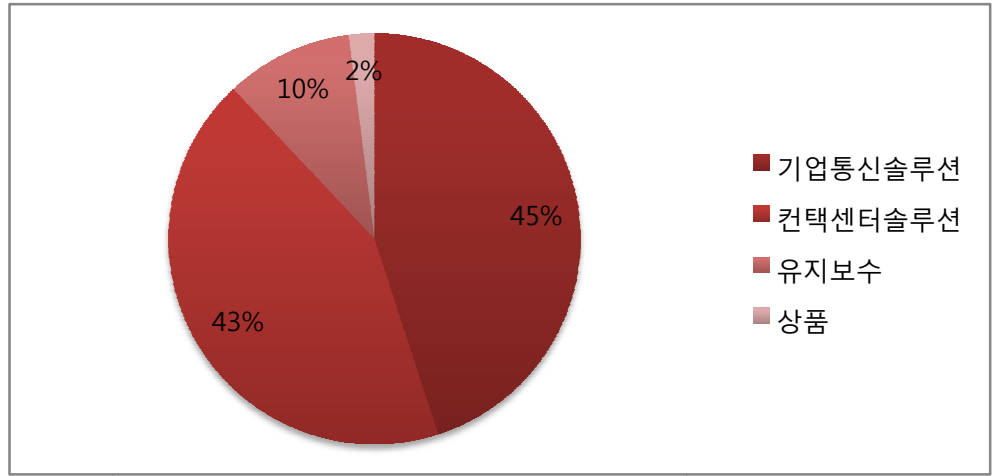
동사의 매출 구조는 기업통신 솔루션과 컨택센터 솔루션으로 구성되어 있다

ECS텔레콤의 매출 구조

ECS텔레콤은 교환기, 전화기와 같은 장비를 생산하는 제조업체가 아니라 솔루션을 제공하는 업체이다. 특히 노텔과의 partnership을 바탕으로 주로 노텔의 제품을 취급하며 관련 산업으로 진출해있는 상황이다. 2007년 기준으로 동사의 매출은 약 45%가 기업통신 솔루션, 43%가 컨택센터 솔루션, 10%가 Up-grade 및 기존 설치 시설에 대한 유지보수, 나머지가 상품 매출로 이루어져있다. 유지보수와 상품 매출 역시 기업통신 솔루션과 컨택센터 솔루션에서 파생되는 수익분야이므로 동사의 현재 사업은 크게 기업통신 솔루션과 컨택센터 솔루션으로 이루어져있다고 볼 수 있다.



그림 1. 동사의 매출 구조 (2007년 기준)



자료: DART, SMIC Research 1 Team Database

교환기 사업

안정적인 수익 창출로
8년 연속 흑자를
기록함

기업통신 솔루션과 컨택센터 솔루션의 기본 바탕은 바로 동사의 핵심역량인 교환기 사업이다. 교환기란 다수의 가입자가 상대방 가입자와 임의의 시간에 임의의 통로를 통하여 통화를 해 줄 수 있도록 해주는 기기를 말한다. 교환기가 없다면 직접 회선이 연결된 상대와만 통화가 가능하나 센터에 교환기가 존재함으로써 교환기에 연결된 그 누구와도 연락할 수 있는 것이다. 불특정 다수를 대상으로 하는 일반 통신회사의 교환기와는 달리, 동사가 공급하는 교환기는 기업 내부에서 사용하는 사설 교환기(이하 PBX: Private automatic Branch eXchange)이다.

기업통신 솔루션

호텔의 장비를
커스터마이징하여
솔루션을 설정함

동사는 세계 교환기 시장 1위 사업자인 노텔이 제작한 PBX를 국내에서 독점으로 매입, 이를 기반으로 기업 내부의 업무용 교환 시스템을 구축한다. 다시 말해서 동사의 사업은 호텔의 PBX 장비를 기반으로 이를 커스터마이징하여 업무용 교환 솔루션을 설정하는 것이다. 그러므로 동사가 구축하는 시스템은 PBX의 영향을 크게 받는다.

국내 PBX시장은 IP-
PBX로 빠르게
전환되고 있음

PBX는 교환 방식에 따라 디지털 PBX와 IP-PBX로 구분된다. 디지털 PBX는 아날로그 PBX를 대체하며 시장에 등장하였는데 TDM(시분할다중; Time Division Multiplex)에 기반한 단순 회선교환방식으로서 음성만을 스위칭하는 것이 전부였다. 2003년 이후로 국내에 선보이기 시작한 IP-PBX는 IP 네트워크를 기반으로 패킷교환방식을 채택, 기존 PBX와 달리 모든 종류의 디지털 데이터를 처리할 수 있어서 멀티미디어 콘텐츠 전송이 중요해진 오늘날 시장의 주류로 자리잡고 있다. 2005년까지 국내 PBX 시장은 TDM 방식의 PBX가 대세였으나, 이후 IP-PBX로 빠르게 이행되고 있는 추세이다. 동사 역시 2004년까지는 기존 TDM 기반 PBX

솔루션이 주요 매출처였지만 시장 트렌드에 맞춰 2005년을 기점으로 IP-PBX로 빠르게 전환하여 현재는 기업통신 솔루션 사업부 매출의 75%가 IP-PBX와 관련되어 발생하고 있다. 향후 TDM 방식 PBX는 군 부대 등 특수 수요처 이외에는 점차 사용되지 않을 것이고, 대부분의 교환시스템에서 IP-PBX를 사용할 것으로 예상된다. 따라서 기존 PBX의 대부분이 IP-PBX로 전환될 것이므로 충분한 교체 수요가 발생할 것으로 전망한다.

컨택센터 솔루션

컨택센터는 '콜센터 →
컨택센터
→ IPCC'의 순서로
발달해 왔다

컨택센터는 쉽게 말하자면 콜센터가 진화된 형태라고 볼 수 있다. 컨택센터는 이전의 콜센터처럼 단순히 고객의 전화를 받는 것에서 그치는 것이 아니라 멀티채널(e-mail, 팩스 및 인터넷)을 통한 고객관계관리(CRM)를 가능하게 한다는 점에서 차이점을 가진다. 최근에는 한발 더 나아가 이전의 모든 업무를 IP기반으로 한 IPCC(IP Contact Center)가 각광을 받고 있다. IPCC는 정부의 IP기반 인프라 구축 정책과 맞물려서 많은 기업들의 수요가 발생하고 있는 부분이다. IPCC를 구현하는 가장 큰 이유는 비용절감이다. 일반전화보다는 IP에 의존하는 것이 보다 저렴한 통신 비용으로 운영이 가능하기 때문이다.

국내 컨택센터 솔루션
시장은 IMF 이후
빠르게 성장하였다

국내에서 컨택센터 솔루션 시장의 규모가 급속하게 커지게 된 계기는 IMF였다. IMF 이후 많은 기업들이 고비용구조인 점포를 축소하고 통합 컨택센터를 확충하는 방식을 통해 기업업무의 효율성을 높이고 고객과 더 가까워지고자 했기 때문이다. 이 시기 많은 기업들이 컨택센터 솔루션 시장에 뛰어들었으나 솔루션의 우수성 및 기술력의 신뢰성이 보장된 몇몇 기업만 살아남고 그렇지 않은 기업들은 저절로 도태되었다.

최근 국내 컨택센터
솔루션 시장은 고객
규모와 영역의 확대로
인해 더욱 성장하고
있다

현재 국내 컨택센터 솔루션 시장에서는 해외 통신장비 업체인 Avaya와 국내 협력사(인티큐브)가 1위의 점유율을 보이고 있으며 Nortel과 Cisco, Aspect 그리고 그 협력사인 ECS텔레콤이 2위를 달리고 있는 상황이다. 대규모 금융권과 통신사를 중심으로 발달한 컨택센터는 2005년 이후 홈쇼핑, 서비스, 관공서 등으로 그 영역이 점차 확대 되고 있으며, 향후 마케팅의 발전과 고객과의 관계 관리의 중요성이 커짐에 따라 그 규모와 영역이 더욱 확대될 것으로 예측되고 있다. 최근에는 200 좌석이 넘는 큰 규모의 컨택센터들이 IP기반 시스템을 구축하면서 시장규모를 성장시키는데 중요한 동력이 되고 있다.

컨택센터 솔루션
시장은 안정성 등
진입장벽이 존재한다

과거 컨택센터 솔루션 시장에서는 가격이 중요한 경쟁요소였으나, 최근 들어 시스템의 중요성에 대한 인식이 높아지면서 현재는 품질과 개발기술력, 시스템의 안정성에 대한 업계에서의 평판 등이 가장 중요한 경쟁의 요소로 부각되고 있다. 따라서, 시장의 특성인 이러한 시스템 안정성과 브랜드의 인지도 때문에 신규

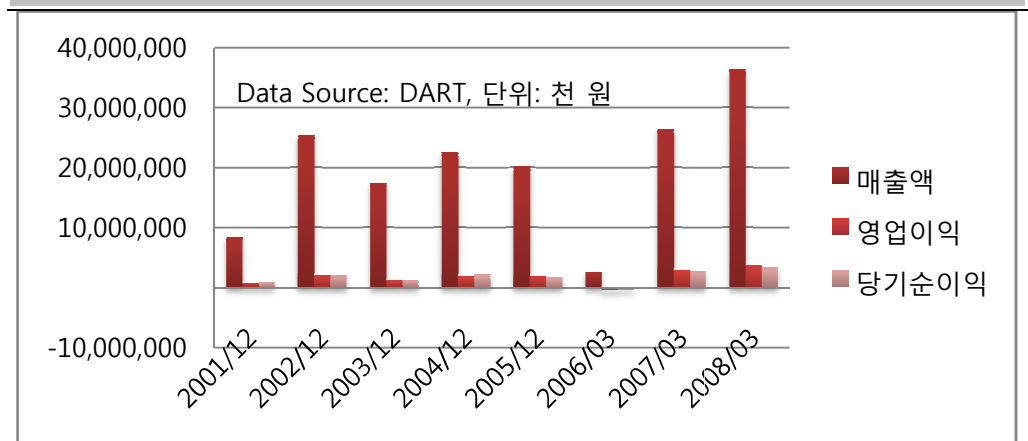
안정적인 매출과
영업이익을 기록해
왔고, 영업이익률도
10% 내외를
유지하였다

진출하려는 업체에게는 진입장벽이 존재하며, 그 진입장벽은 가격 경쟁력으로 인한 것이 아닌 장기간의 사업에 걸쳐 시장에서 인정받는 평판과 기술력에 의한 것으로 단 기간에 시장에 변화를 줄 수 있는 것이 아니다.

매출액, 영업이익 추이

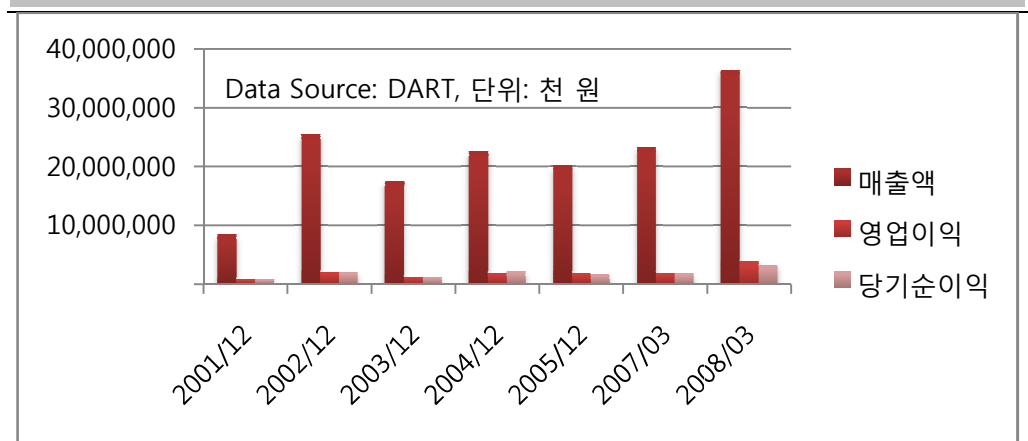
ECS텔레콤은 2002년 이래 200억 원 가량의 매출액과 20억 원 가량의 영업이익, 10%내외의 영업이익률을 꾸준히 기록해온 기업이다. 동사는 공격적인 경영보다는 매년 순이익을 내면서 건실하게 성장하는 것을 경영 정책의 기본으로 삼고 있다. 2006년 결산 월을 12월에서 3월로 변경했던 것은 연말에 프로젝트가 집중되어 매출액이 많이 발생하기 때문이다. 실제, 결산 월을 변경했던 2005년 12월~2006년 3월의 경우에 매출액이 26억 원에 불과하여 상당한 적자를 기록하였다. 그러나 이를 다음 사업연도와 합하여 연간 기준으로 환산하면 그림 3과 같이 평년과 비슷한 실적을 기록하였음을 알 수 있다.

그림 2. 매출액, 영업이익, 당기순이익의 추이



자료: DART, SMIC Research 1 Team Database

그림 3. 매출액, 영업이익, 당기순이익의 추이 (수정)



자료: DART, SMIC Research 1 Team Database

당좌비율이 400%를 넘는 무차입 경영을 실현하고 있다

당기의 폭발적인 매출액 및 영업이익의 증가는 상당히 예외적인 현상이다. 이는 IP-PBX의 본격적인 도입에 따라 기업통신 솔루션의 매출액이 비약적으로 증가했기 때문이다.

무차입 경영, 쌓여 있는 현금 및 단기금융상품

ECS텔레콤은 무역거래를 위해 개설한 Usance(기한부 어음)를 제외한 차입금이 전혀 없어 사실상의 무차입 경영이라고 볼 수 있다. 실제로 2007년의 부채 중 85%가 매입채무와 미지급법인세에 해당하였다. 반면에, 현금 및 단기금융상품은 약 130억에 달한다. 유동부채 대비 당좌자산을 의미하는 당좌비율은 300~400%를 유지해왔으며 2007년의 뛰어난 실적으로 2006년 대비 30억 원의 당좌자산이 증가하여 당좌비율은 더 높아졌다.

노후 PBX들을 IP-PBX로 교체하려는 수요가 지속적으로 창출될 전망이다

3. 훌륭한 기회, IP-PBX

기업의 IP-PBX 도입세 확산

국내에서는 2004년까지 교환기로 기존 TDM 방식의 PBX를 이용하였으나 정부가 차세대 성장동력인 u-IT839 전략을 구현하기 위하여 3대 인프라 중 하나인 광대역 통합망(BcN)의 상용화를 앞당기면서, 안정성을 이유로 IP-PBX로의 전환을 꺼려했던 기업들이 노후 교환기 교체시에는 IP-PBX로 적극 전환하고 있는 추세이다. 이는 세계적인 트렌드로 전세계 IP-PBX 시장은 연평균 11%의 성장세를 기록하고 있다. 국내 시장에서는 민간 기업의 약 20%, 공공 기관의 약 25% 정도가 IP-PBX로 교체한 것으로 파악되고 있으며 점진적으로 교체가 이루어짐에 따라 수요는 지속적으로 창출될 전망이다. 특히, 공공 기관의 경우 PBX 설치가 2000년대에 집중되어 있어 교환기의 수명이 8~10년임을 감안할 때 2010년까지 교체 수요가 지속될 것으로 예상된다. 이를 입증하듯 지난 2004년부터 2007년까지 4년간 국내 IP-PBX 시장은 연평균 32.9%의 고성장을 이어갔다. 남은 교체 수요를 고려할 때, 향후 국내 IP-PBX 시장의 전망은 매우 밝을 것으로 예상된다.

기업들은 IP-PBX를 채택하여 ROI 증가와 효과달성기간 단축을 동시에 추구할 수 있다

ROI 증가로 이어지는 VoIP 도입

기업들이 IP-PBX를 채택하여 얻을 수 있는 현실적인 장점은 바로 VoIP 도입을 통한 통신비 절감으로, 기업들은 ROI 증가와 효과달성기간 단축이라는 두 마리의 토끼를 동시에 추구할 수 있다. 일반적으로 기업이 VoIP를 도입하면 전화 관련 비용의 30%를 절감할 수 있는 것으로 조사되었다. 또한 VoIP는 아날로그 통신망에 비하여 다자간 회의 등 다양한 부가 서비스를 제공, 기업 업무의 효율성을 제고한다.

Beyond the VoIP: Unified Communications

IP-PBX에 기반한 통합 커뮤니케이션의 도입은 조직의 업무 생산성을 높일 것이다

VoIP를 통한 비용 절감은 분명 기업들에게 매력적인 요소이다. 하지만 IP-PBX는 현재 VoIP가 제공하는 편익과 비교조차 되지 않을 막대한 이익을 가져다 줄 잠재력이 있다. 바로 통합 커뮤니케이션(Unified Communications)의 도입이다. 세계적인 시장조사기관인 가트너는 향후 3년 이내에 기업들에게 엄청난 충격을 안겨줄 잠재력이 있는 "2008년 10대 전략적 기술" 중 하나로 통합 커뮤니케이션을 꼽았다. 그렇다면 통합 커뮤니케이션은 무엇인가. 가트너는 통합 커뮤니케이션을 개인, 그룹, 조직 간의 생산성을 향상시키는 도구로서 다양한 통신수단을 사용, 관리, 통합, 제어를 가능토록 하는 것으로 정의하고 있으며, 커뮤니케이션 채널, 네트워크, 시스템과 비즈니스 애플리케이션의 통합을 통해 얻을 수 있다고 설명한다. 즉, 전화, 팩스, 음성사서함, 휴대폰, 메신저, 영상회의 등 다양한 커뮤니케이션 수단을 하나의 플랫폼으로 통합해 언제 어디서나 어떤 기기에 상관없이 통화와 문서 교류가 가능한 환경을 말한다. 또한 SIP(Session Initiation Protocol)과 같은 산업표준 커뮤니케이션 프로토콜을 이용해 적절한 사람을 적절한 기기에 연결시켜 주기도 하며, 이를 통해 필요한 정보를 빠르고 쉽게 효율적으로 전달받을 수 있어 조직의 업무 생산성을 높일 수 있는 기술이다.

통합 커뮤니케이션을 통해 협업 시스템이 전면 재개편 될 수 있을 것으로 전망한다

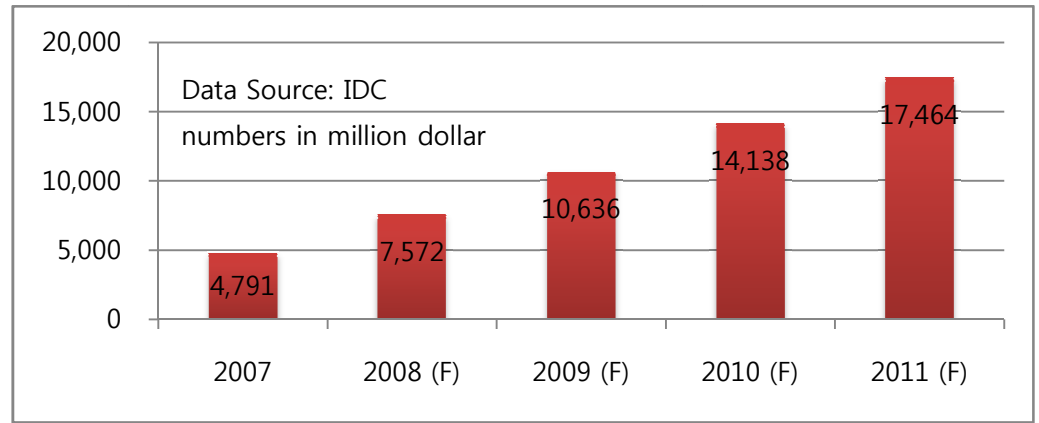
때문에 통합 커뮤니케이션은 생산성과 효율성을 높이는 기업 커뮤니케이션의 새로운 방법을 제시하는 대안으로 부각되고 있다. 통합 커뮤니케이션은 전화, 팩스, 메일, 휴대폰, 메신저는 물론 최근 새롭게 등장한 영상통화, 보이스메일에 이르기까지 기업 내 다양한 커뮤니케이션 수단을 통합해 단일 플랫폼 상에 통합, 구현함으로써 기업 조직 구성원에 대한 실시간 접촉 및 협업 환경을 구현한다. 상호 유기적인 연동을 통해 최적의 통신 채널을 제공, 언제 어디서든 사용자에게 가장 효율적인 통신을 제공하는 것이다. 이를 통해 커뮤니케이션의 효율이 비약적으로 증대되고, 협업 시스템이 전면 재개편 될 수 있을 것으로 전망된다.

글로벌 통합 커뮤니케이션 시장은 급성장할 것으로 전망된다

전술하였듯 통합 커뮤니케이션은 생산성 증대, 업무 공간의 확장, 커뮤니케이션 비용의 대폭 감소 등 뛰어난 장점을 다수 소유하고 있으므로, 많은 기업들이 도입을 준비하고 있으며 이에 따라 관련 시장은 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 시장조사기관인 IDC에 따르면 글로벌 통합 커뮤니케이션 시장은 2007년 47억 9,000만 달러에서 2011년에는 174억 6,000만 달러로 연평균 38.2%씩 성장할 것으로 전망된다.



그림 4. 글로벌 통합 커뮤니케이션 시장 규모

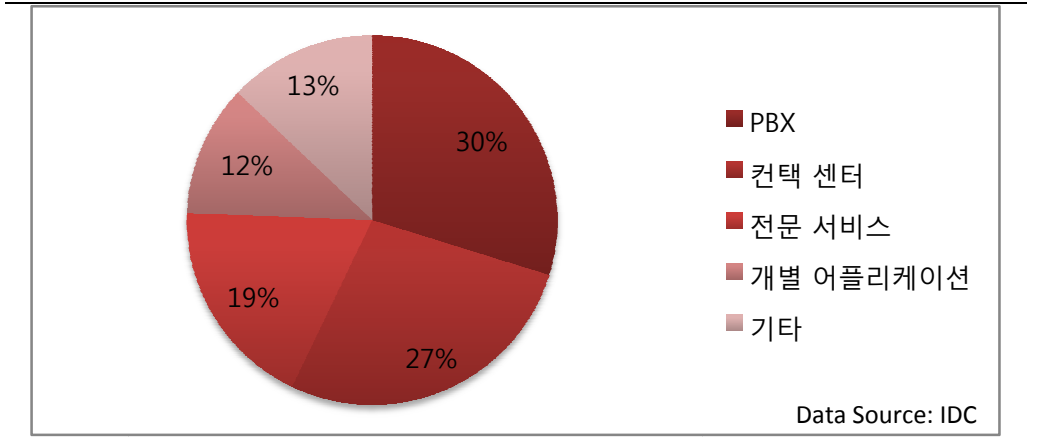


자료: IDC, SMIC Research 1 Team Database

통합 커뮤니케이션 시장 내부에서도 PBX와 컨택 센터의 비중이 높다

글로벌 통합 커뮤니케이션 시장의 각 부분별 비중을 살펴보면 PBX가 29.8%로 가장 큰 비중을 차지하고, 컨택 센터가 27.3%, 전문 서비스가 18.5%로 그 뒤를 잇는다. PBX와 컨택 센터의 비중이 높은 이유는 IP-PBX가 통합 커뮤니케이션의 도입을 위한 필수 인프라이고, 기업이 현재 기술들 가운데 가장 쉽게 통합 커뮤니케이션의 효과를 체감할 수 있는 부분이 컨택 센터이기 때문이다.

그림 5. 글로벌 통합 커뮤니케이션 시장 구성 비중



자료: IDC, SMIC Research 1 Team Database

기업 네트워크의 통합 열풍은 이미 세계적인 추세이다

이미 미국에서는 기업 네트워크의 통합 열풍이 불고 있으며, 그 공급처로 마이크로소프트, IBM, 노텔, 시스코, 알카텔-루슨트 등이 시장에서 치열하게 경쟁을 벌이는 상황이다. 이에 따라 2007년 미국의 통합 커뮤니케이션 시장은 전년대비 14.1% 증가한 25억 달러를 기록하였으며, 2010년에는 39억 달러로 증가할 전망이다. 미국 이외에 아시아/태평양 지역 (일본 제외)도 높은 성장세를 보이고 있다. IDC에 따르면 아시아/태평양 지역의 IP 텔레포니 시장 규모는 2007년 13억 달러에서 2011년 29억 달러로 성장할 전망이고, 어플리케이션 시장 규모 역시 2007년 6.6

억 달러에서 2011년 12억 달러로 증가할 전망이다. 이와 같이 아시아/태평양 지역에서 통합 커뮤니케이션 시장이 급속히 확산되고 있는 이유는 초고속 IP 네트워크 구축 비율이 높고, 모바일 기술의 활용도가 높으며, 정부의 지원이 활발하기 때문이다.

국내 시장의 성장성

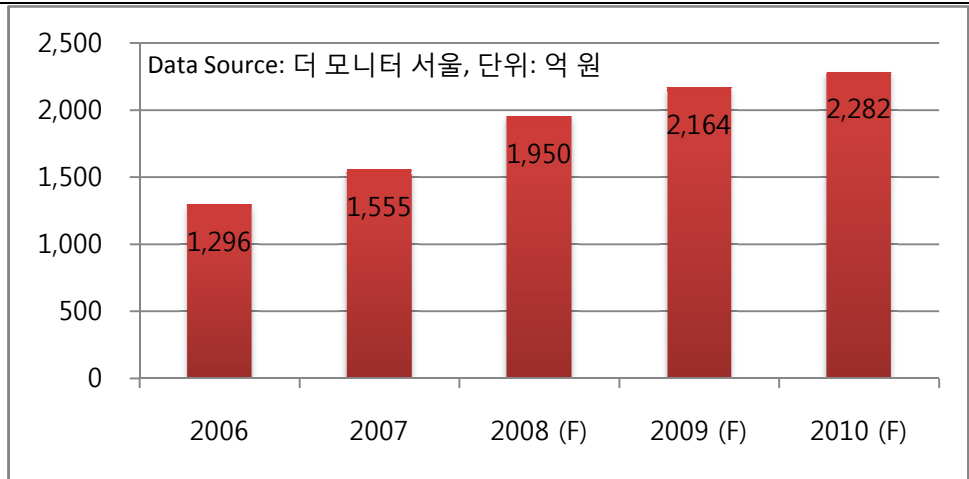
국내 기업통신시장 역시 성장할 것으로 예상된다

IT산업/시장 자문기관인 더 모니터는 2008년 3월, "Korean UCs Market Research & Analysis, 2006-2010"에서 국내 기업통신시장 규모가 2006년 5,551억 원에서 2010년 7,422억 원으로 33.70% 성장할 것이고, 동기간 기업통신시장 하드웨어 장비부문은 수요 포화에 따라 23.62%의 상대적으로 낮은 증가를 보일 것이라고 전망하였다.

IP-PBX는 연평균 15.2%의 성장세를 기록할 것이다

그러나 하드웨어 장비부문 중 IP-PBX는, 기존 교환기들이 점진적으로 교체됨에 따른 지속적인 수요 창출이 예상되어 동기간 1,290억 원에서 2,282억 원으로 연평균 15.18% 성장할 것이고, 2010년 이후에도 완만한 성장세를 보일 것으로 전망하였다.

그림 6. 국내 IP-PBX 시장 성장 전망



자료: 더 모니터 서울, SMIC Research 1 Team Database

LG-호텔의 탄생 및 국내 시장의 변화

2005년까지 국내 PBX 시장은 과점 체제였다

2005년까지 국내 PBX 시장은 LG가 시장의 45%, 삼성이 시장의 30%를 차지하는 과점 체제에 호텔, NEC, Ericsson, Avaya 등 해외 업체들이 고가 사양을 중심으로 진출해 있었다. 중저가 사양 중심이었던 LG와 삼성은 국내 기업이라는 장점을 살려 공공기관 내 통신시스템 시장의 80% 이상을 차지하여 규모의 경제를 실현할 수 있었고, 해외 업체들은 채산성 확보의 문제를 들어 공공 시장 대신 고가 사양을 내세워 기업 시장을 공략하였다.

LG-노텔은 등장 초기부터 시장의 50% 이상을 점유하였고, 이에 대응하여 삼성도 어바이어와 파트너십을 체결하였다

이러한 상황에서, 2005년 11월 국내 업체 중 1위 사업자인 LG와 해외 업체 중 1위 사업자인 노텔이 공동 출자하여 조인트벤처인 LG-노텔을 설립하였다. 설립 당시, 국내 업무용 교환 솔루션 시장은 LG가 46.6%, 삼성이 30.1%, 노텔이 9.9%를 차지하여 국내 1, 2, 3위를 기록하고 있었다. 중저가 시장 1위와 고가 시장 1위 업체의 합병으로 탄생한 LG-노텔은 다양한 제품 포트폴리오를 구축하는데 성공하여 현재 국내 시장 업무용 교환 솔루션 시장에서 독점적 지위를 영위하고 있다. LG와 마찬가지로 중저가 사양에 집중하고 있던 삼성은, LG-노텔의 조인트벤처 설립에 자극 받아 2006년 3월 어바이어와 파트너십을 체결하며 고가 사양 제품군을 갖추기 시작하였다.

LG-노텔은 고가 솔루션에서는 ECS텔레콤과, 중저가 솔루션에서는 LG와 파트너십을 맺는 이중 구조를 유지하고 있다

노텔의 골드 파트너

LG의 기존 솔루션 구축 사업부가 있음에도 불구하고, LG-노텔은 조인트벤처를 설립한 이후에도 ECS텔레콤과의 파트너십을 유지하여 LG 제품 중심인 저가 사양의 솔루션은 LG가, 노텔 제품 중심인 고가 사양의 솔루션은 ECS텔레콤이 구축하는 이중 구조를 유지하고 있다. 조인트벤처 설립 이후에도 ECS텔레콤과 긴밀한 협력 관계를 유지하는 이유는 전술하였듯 ECS텔레콤과 노텔의 협력 관계가 30년 가까이 이어지고 있어서 노텔 제품에 관한 노하우가 독보적이기 때문이다. 수많은 기업들에게 각각 커스터마이징된 솔루션을 제공하는 사업의 특성상 노하우는 매우 높은 중요도를 갖는다. 또한 기업 통신 장비의 경우 초기 고객으로 확보되면 장비나 솔루션을 추가할 때 기존 장비 및 이미 커스터마이징된 솔루션과의 호환성을 고려해야만 하기 때문에 기존 업체를 중심으로 주문이 발생한다. 따라서 LG-노텔은 이미 노텔 제품에 대한 노하우와 고객을 확보한 ECS텔레콤과 함께 사업을 진행하는 것이 최적이므로 고가 솔루션은 ECS텔레콤, 중저가 솔루션은 LG와 파트너십을 맺고 있다.

고가 사양을 채택하는 기업의 증가와, 잠재 고객 풀의 증대로 ECS텔레콤은 시장 성장을 앞서는 매출 증가를 기록 중이다

시장 성장을 앞서는 매출 증가

국내 IP-PBX 시장은 2005년부터 2007년까지 연평균 16.8% 성장하였고, 동기간 ECS텔레콤의 IP-PBX 관련 매출은 연평균 32.3% 성장하였다. 이는 동사가 고가 사양 시장을 선도하고 있기 때문이다. IP-PBX를 도입하면서 통합 커뮤니케이션으로의 전환을 염두에 두고 고가 사양을 채택하는 기업의 수가 증가하고 있으므로, 고가 사양 시장에서 강점을 보이는 ECS텔레콤의 매출이 따라서 증가하는 추세이다. 특히 LG-노텔 설립 이후, 과거 LG-노텔의 중저가 솔루션을 사용하던 고객이 고급 솔루션으로 교체할 경우 ECS텔레콤의 솔루션을 사용하게 되어 설립 이전보다 잠재 고객 풀이 한층 증대된 것도 매출 증가에 일조하였다.

마이크로소프트와 노텔 연합이 세계 통합 커뮤니케이션 시장을 제패할 가능성이 높으므로, ECS텔레콤도 수혜를 입을 것이다

노텔과 더불어 성장하는 ECS텔레콤

현재 통합 커뮤니케이션은 오피스 어플리케이션을 중심으로 발전하고 있다. 따라서 현재 글로벌 오피스 어플리케이션 시장의 98%를 독점하고 있는 마이크로소프트가 통합 커뮤니케이션 시장을 제패할 가능성이 매우 높은 실정이다. 마이크로소프트는 어플리케이션을 뒷받침 할 하드웨어를 확보하기 위하여 세계 교환기 시장 1위 사업자인 노텔과 파트너쉽을 체결하고, 두 기업은 이를 기반으로 인프라부터 단말기에 이르기까지 전 분야에서 공동 개발을 진행하고 있으며, 시장 공략과 마케팅까지 공동으로 실시하고 있다. ECS텔레콤은 국내 시장에서 노텔의 유일한 파트너로서 향후 마이크로소프트와 노텔의 통합 커뮤니케이션 시스템이 시장을 장악함에 따라 함께 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

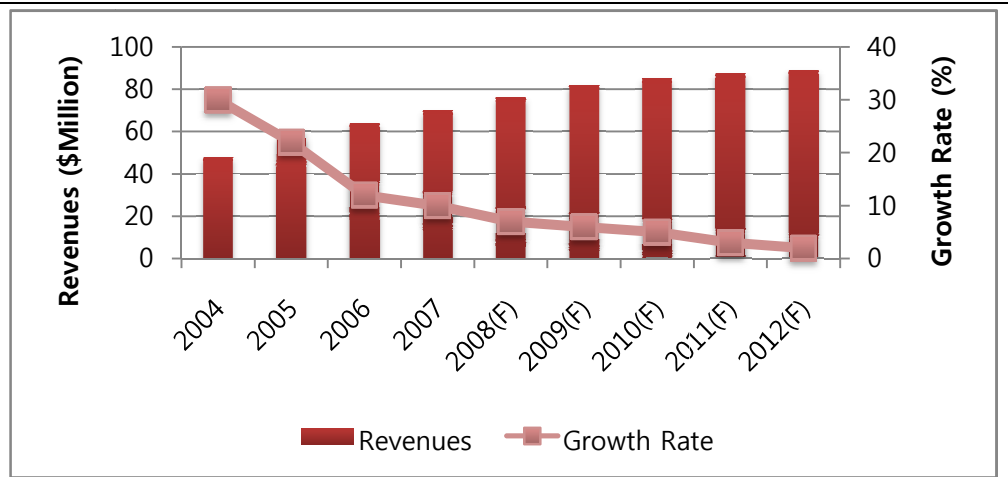
4. Contact Center

국내 컨택센터 시장의 현황

국내 컨택센터 시장은 점차 포화상태가 되어가고 있다

세계적인 시장조사 설문기관인 Frost & Sullivan의 보고서에 따르면, 한국 컨택센터 시장 규모는 현재까지 급속도로 성장해왔으나 그 성장세가 점차 둔화될 전망이다. 컨택센터는 기업통신 솔루션과 같이 지속적인 교체수요가 발생하는 것이 아니라 한 번 구축하면 시스템을 전면 교체할 때 까지는 신규수요나 교체수요가 생겨나는 경우가 거의 없기 때문이다. 최근 컨택센터들이 인프라를 재정비함에 따라 IP기반 솔루션에 대한 관심이 높아졌고, 그에 따라 IPCC(IP Contact Center)의 신규수요도 급증하였으나, 이러한 수요는 한 번 컨택센터를 설립하고 나면 오랫동안 새로운 수요가 나타나지 않는다는 점에서 국내 컨택센터 시장은 점차 정체 상태가 될 전망이다.

그림 7. 한국의 컨택센터 시장 성장 규모와 성장률 전망



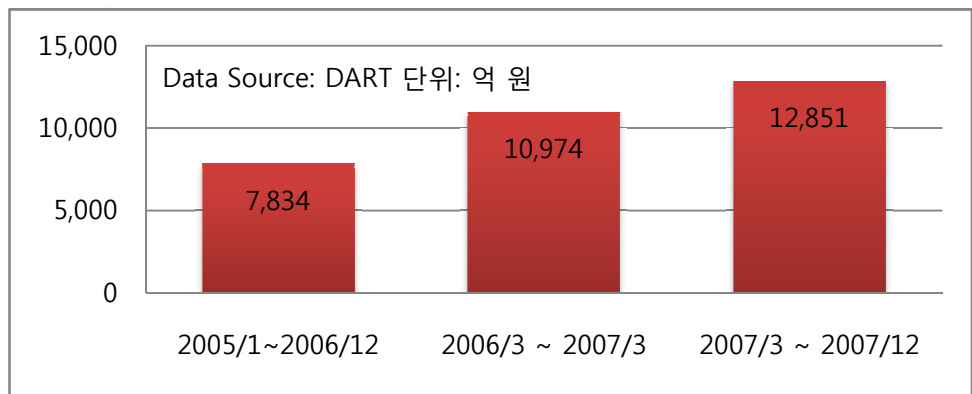
자료: Frost & Sullivan

ECS텔레콤은 늦은 시장 입성에도 불구하고 단기간 빠른 성장세를 보여주었다

ECS텔레콤의 눈부신 성장세

국내 컨택센터 시장은 점차 정체되어가고 있는 반면, ECS텔레콤은 눈부신 성과를 보여주고 있다. 국내 컨택센터 시장에서 아직까지는 해외 통신장비 업체인 Avaya와 협력사(인티큐브)의 점유율이 높은 실정이다. 그러나 동사는 상대적으로 늦은 시장 입성에도 불구하고 노텔의 컨택센터 솔루션으로 단기간 괄목할 만한 성장을 이루어내며 재빠르게 2위의 자리에 올라섰다. 2005년 15%의 시장점유율을 보이던 ECS텔레콤은 2006년 1년만에 25%의 마켓쉐어를 확보하였으며 전기인 2007년에는 더 높은 시장점유율을 나타내었음을 IR을 통해 확인하였다. 매출 또한 매년 꾸준한 성장을 보여주고 있다.

그림 8. ECS텔레콤의 컨택센터솔루션 부문 매출추이



자료: DART, SMIC Research 1 Team Database

ECS텔레콤의 성장동력

그렇다면 ECS텔레콤이 국내 컨택센터솔루션 시장에서 매년 꾸준한 시장점유율의 증가를 이끌어낼 수 있었던 원동력은 무엇일까? 크게 두 가지로 정리해 볼 수 있다. 첫 번째는 2002년 국민은행 컨택센터의 성공적인 구축, 두 번째는 기존의 다양한 매출처와 그로부터 발생하는 지속적인 매출 덕분이다.

성장동력 1 - 2002년 국민은행 컨택센터 수주

ECS텔레콤은 경쟁기업에 비해 시장에 진입이 늦었음에도 불구하고 2002년 국민은행 컨택센터를 성공적으로 구축 완료하면서 그 기술력을 크게 인정 받았으며, 이를 통해 대외적인 인지도를 확대해나갔다. 앞서 언급하였듯이 인지도나 명성이 중요한 컨택시장에서 아시아 최대 규모의 컨택센터 수주였던 국민은행 컨택센터의 성공적인 구축경험은 향후 ECS텔레콤이 수주를 따내는 데 있어 커다란 받침돌이 되었다. 이 경험을 바탕으로 동사는 외환은행 컨택센터, 대한항공 컨택센터, 아시아나 항공 컨택센터, 라이나생명 컨택센터, 녹십자생명 컨택센터, 동양생명 컨택센터, 코리아 홈쇼핑 컨택센터, CIC Korea 컨택센터 등

아시아 최대 규모의 국민은행 컨택센터 구축 경험은 갓 시장에 진입한 ECS텔레콤에게 커다란 받침돌로써 작용하였다



동사가 확보하고 있는 다양한 매출처와 그들을 통한 지속적인 매출 발생은 컨택센터 솔루션 사업부문의 또 하나의 성장요인이다

대형 고객을 확보해 왔으며, 나아가 LG전자, 대한항공, 아시아나항공의 해외 컨택센터 프로젝트를 수주하여 해외에서의 프로젝트 수행능력과 기술력 또한 인정 받았다.

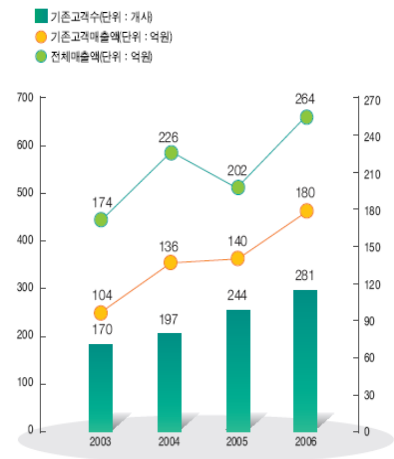
성장동력 2 - 기존의 다양한 매출처 + 그로부터 발생하는 지속적인 매출

ECS텔레콤에게 있어서 큰 자산 중 하나는 다수의 다양한 매출처이다. 동사는 현재 500여 개의 크고 작은 기업을 고객으로 확보하고 있는데, 이렇게 다변화된 매출처는 동사로 하여금 고객으로 인한 리스크를 줄일 수 있게 해준다. 더 주목해야 할 점은 이 다수의 기존 고객군이 교체수요나 IP기반으로의 시스템 구축을 위한 신규 수요가 발생할 때, 대부분 동사를 통해 해결한다는 것이다. (그림. 10) 갓 시장에 입성한 신규기업인 ECS텔레콤이 아시아 최대 규모였던 국민은행 컨택센터의 수주를 따낼 수 있었던 것도 실은 국민은행이 예전부터 동사의 고객이었기 때문이었다.

그림 9. 다수의 우량 고객군



그림 10. 기존고객 매출현황



자료: ECS텔레콤 IR자료

캐시카우, 유지보수 부문

수익성이 높은 동시에 안정적인 매출이 발생하는 유지보수 부문은 ECS텔레콤의 캐시카우 역할을 하고 있다

이러한 성장동력의 밑바탕에는 캐시카우인 유지보수 사업이 든든하게 자리잡고 있다. 컨택센터는 최초 매출 발생 이후 지속적인 Up-Grade 및 유지보수가 필요하다. 동사는 유지보수 부문에서 기존 500여 고객을 통해 지속적인 매출을 실현하고 있다. 향후 고객의 확대와 함께 컨택센터 구축을 통한 매출뿐 아니라 유지보수 부문의 매출 역시 꾸준히 증가하면서 수주산업의 특징인 높은 실적 변동성을 완화시킬 것으로 예상된다. 유지보수는 또한 기술인력을 직접 파견하는 것이 아니라 원격으로 이루어지기 때문에 인건비가 고정비용으로 처리된다. 즉, 하는 만큼 영업이익이 난다는 의미이다. 이처럼 수익성이 높고 1년 단위의 계약을 통해 지속적인 매출이

발생하는 유지보수 사업은, 비록 BM에서 10%라는 그리 크지 않은 비중을 차지하고 있다 할지라도 ECS텔레콤의 캐시카우로서의 역할을 톡톡히 해내고 있다.

그러나 오늘날까지의 여러 수주경험을 통해 ECS텔레콤의 인지도가 높아졌을 뿐 아니라 유지보수 부분에서의 매출은 지속적으로 발생할 것이라는 점으로 미루어보았을 때, Research 1 Team은 시장이 포화상태가 된다 하더라도 향후 컨택센터솔루션 부분에서 GDP성장률 정도의 꾸준한 매출이 발생할 것이라 판단한다.

5. 기타 이슈들

통합 커뮤니케이션 사업 진출

IP-PBX 기술력을 바탕으로 통합 커뮤니케이션 사업에도 진출할 계획이지만 아직 구체화 된 사업부가 아니라 밸류에이션은 배제하였다

ECS텔레콤은 동사의 기술력과 세계 IP 장비 시장의 양대 산맥인 노텔, 시스코와의 파트너십을 바탕으로 통합 커뮤니케이션 솔루션도 공급할 계획이다. 올 3월 시스코가 개최한 '시스코 스타트 2008'과 6월 LG-노텔이 개최한 '엔터프라이즈 솔루션 데이 2008'에 파트너로 참석하여 양 사의 제품을 기반으로 자체 개발한 통합 커뮤니케이션 솔루션을 전시하였다. ECS텔레콤은 동사와 기업 통신 솔루션 계약을 체결하고 있는 기업들을 중심으로 통합 커뮤니케이션 솔루션 마케팅에 나설 계획이다. 동사는 2008년 통합 커뮤니케이션 분야에서 20억 원의 매출을 예상 중이고, 2009년에는 60억 원, 2010년에는 90억 원의 매출을 목표로 하고 있지만 아직 실제로 매출이 발생하고 있지 않은 사업분야이므로 밸류에이션에는 반영하지 않을 계획이다. 하지만 ECS텔레콤이 국내 기업통신 솔루션 시장에서 충분한 고객을 확보하고 있으며, KTF, IBM, 마이크로소프트, 소프트뱅크커머스코리아 등 쟁쟁한 기업들과 함께 '엔터프라이즈 솔루션 데이 2008'의 8개 파트너사에 포함되는 등 기술력도 인정박도 있는 상태이므로 향후 ECS텔레콤의 새로운 매출처로 자리할 것이라 전망한다.

ECS텔레콤은 임직원의 회사

동사는 임직원의 주주 비율이 높으며 직원들에 대한 대우가 매우 좋은 편이다

ECS텔레콤은 구 대우통신의 교환사업부문의 핵심 영업 및 연구인력을 주축으로 설립되었다. 회사의 핵심역량인 노텔과의 partnership을 유지할 수 있는 현재의 인력은 회사의 핵심자산으로 볼 수 있다. 임직원이 보유하고 있는 주식(우리사주 포함)은 전체 주식의 50%에 달하며, 7차례에 걸쳐 임직원에게 부여된 스톡옵션은 장래에 발행 가능한 전체 보통주식수가 245,500주, 당기에 청구할 수 있는 보통주식수가 48,927주에 달한다. 또한 직원들의 평균급여가 약 5,800만원으로 다른 중소기업에 비해 많은 편임을 알 수 있다. 기술에 대한 노하우가 중시되며 인력의 유지가 중요한 사업의 특성상 직원들에게 좋은 대우를 하여 이직률을



낮추는 것은 바람직한 면이 있다.

주주 우선의 정책

당기의 경우
배당수익률이 5.01%에
달하며 20억 원의
자사주를 매입하였다

임직원이 주요 주주라는 ECS텔레콤의 특성은 자연스럽게 주주 우선의 정책으로 이어진다. 대부분의 IT기업이 배당을 잘 하지 않는 것과는 달리, 동사는 전기에는 주당 100원, 당기에는 주당 150원의 배당금을 지급하였고 당기의 경우, 배당수익률이 5.01%에 달한다. 또한 12월 18일에 상장하고 직후인 21일에 20억원의 자사주 신탁계약을 체결하고 자사주를 매입하였다. 이는 2007년 12월 당시, 코스닥 새내기주들의 공모가 거품 논란으로 이들 종목의 주식을 가진 기관들이 상장 첫날부터 대규모 매도 공세를 폈기 때문이다. 18일에 상장한 동사 역시 거래가 시작된 첫날 14억 1,600만원 규모의 기관 순매도가 나오며 코스닥 기관 순매도 순위 4위를 기록했다. 동사는 이에 대한 주가의 방어 차원에서 자사주를 매입하였던 것이다.

거래 물량의 부족

거래 물량의 부족은
디스카운트로 파악된다

하지만 임직원이 전체 유통주식의 50%를 보유하고 있는 점은 외부의 투자자 입장에서는 마이너스 요소이다. 임직원 뿐만 아니라 VC(Venture Capital)인 스틱세컨더리펀드에서 15.58%, KTB네트워크에서 4.78%의 주식을 보유하여 현재 시장에 유통되는 물량은 전체의 30%에 불과한 수준으로 거래량을 분석해보면 평균 4만주에 그치고 있는 상황이다. IR에 문의한 결과, 회사에서는 유통주식수를 증가시키려는 구체적인 계획은 가지고 있지 않은 상황이기 때문에 이러한 유동성의 문제를 Research 1 Team에서는 Valuation에 있어서 할인 요소로 판단한다.

환 리스크

제품을 LG-호텔에서
공급받으므로 직접적인
환 리스크는 회피할 수
있다

전체 매출에서 수출이 차지하는 비중은 5%에 불과한 반면 해외 업체인 호텔의 제품을 주로 수입하여 판매하기 때문에 최근의 원화 하락이 이슈가 될 수 있다. 동사는 분명 해외 공급자의 제품을 주로 판매하기 때문에 환율 변동에 따라 상품 매입 가격이 영향을 받을 수 있을 것이다. 하지만 총 매입액 중 수입액이 61.9%였던 2004년과는 달리 2007년 3월에는 수입액의 비중이 11.8%로 하락하였다. 이는 호텔에서 직접 수입하던 방식에서 국내법인인 LG-호텔에서 구입하는 방식으로 전환되었기 때문으로 환율변동으로 인한 직접적인 원가상승 및 변동위험은 기존보다 감소된 상황이다.



6. Valuation & Conclusion

Research 1 Team에서는 ECS텔레콤이 안정적인 경영 정책으로 꾸준한 매출액과 영업이익률의 추세를 보여왔기 때문에 FCFF를 통한 Valuation을 시도하였다. Valuation에서 고려한 요소는 다음과 같다.

1) 매출액을 기업통신 솔루션과 컨택센터 솔루션 부문으로 구분하여 성장률을 계산하였다.

기업통신 솔루션의 경우, 고가 사양에서 강점을 보이는 점과 LG-노텔의 조인트벤처 효과로 최근 3년간의 시장성장률 16.8% 대비 2배인 연평균 32.3% 성장하며 동사의 매출액 성장을 이끌었다. 하지만 Research 1 Team에서는 보수적으로 시장이 성장하는 만큼 동사의 매출액이 성장할 것으로 가정하였다. 시장 조사 기관의 자료를 인용하여 2008년의 성장률을 25.39%, 2009년의 성장률을 10.96%로 가정하였고 2010년부터는 영구성장률 4%만큼 성장할 것으로 가정하였다.

컨택센터 솔루션 부문은 전술하였던 것처럼 시장이 금융권, 유통권에서 다른 분야로 확대되고는 있지만 성장률은 정체될 것으로 예상된다. 동사의 시장점유율이 빠르게 증가하는 추세이기는 하지만 보수적인 관점에서 현재의 점유율을 앞으로 유지할 것으로 보고 올해부터 영구성장률 4%만큼 성장할 것으로 가정하였다.

2) 각 부문별 영업이익률을 알 수는 없었기 때문에 두 부문 모두 최근 5년 동안의 평균 영업이익률인 9.77%를 적용하였다.

3) IR자료에 따르면 통합 커뮤니케이션 관련 매출이 20억 원 정도 발생하고 2009년에는 60억 원, 2010년에는 90억 원의 매출을 목표로 하고 있지만 아직 실제로 매출이 발생하고 있지 않은 사업분야이므로 보수적인 가정을 위해 Valuation에서 이 부분은 제외하였다.

4) 현재 동사의 베타는 0.59221로 매우 낮는데 이는 회사의 안정성 뿐 아니라 거래량의 부족도 큰 원인 중 하나로 판단한다. Research 1 Team에서는 할인율을 직접 수정하기보다는 Target Price를 할인하였고 그 할인율은 20%로 산정하였다.

5) 당기에 청구할 수 있는 스톡옵션 48,927주는 이미 행사된 것으로 가정하여 기존 주식을 희석시킨 상황에서 Valuation하였다.



그림 11. FCFF 적용

	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
기업통신 솔루션	18,939,337	23,748,034	26,350,819	27,404,851	28,501,045	29,641,087	30,826,731
컨택센터 솔루션	17,482,464	18,181,763	18,909,034	19,665,395	20,452,011	21,270,091	22,120,895
예상EBIT	3,820,349	3,484,395	3,623,771	3,768,722	3,919,471	4,076,249	4,239,299
NOPLAT	2,769,753	2,526,186	2,627,234	2,732,323	2,841,616	2,955,281	3,073,492
(+)유,무형자산 상각비	820,952	409,090	425,453	442,471	460,170	478,577	497,720
출연금유입	3,590,705	2,935,276	3,052,687	3,174,795	3,301,786	3,433,858	3,571,212
영업용 운전자본	3,736,048	1,865,449	1,940,067	2,017,670	2,098,376	2,182,311	2,269,604
순유형고정자산	743,659	370,908	385,744	401,174	417,221	433,910	451,266
기타 영업용 순자산	3,182,682	1,589,086	1,652,650	1,718,756	1,787,506	1,859,006	1,933,366
IC	7,662,389	3,825,443	3,978,461	4,137,599	4,303,103	4,475,227	4,654,236
예상ROIC(평균)	35.5%	44.0%	67.3%	67.3%	67.3%	67.3%	67.3%
예상ROIC(기초)	35.0%	33.0%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%	68.7%
IC증가액		(3,836,946)	153,018	153,138	165,504	172,124	179,009
(+)유,무형자산 상각비	820,952	409,090	425,453	442,471	460,170	478,577	497,720
출투자액		(3,427,856)	578,471	601,610	625,674	650,701	676,729
예상 FCFF		6,363,132	2,474,216	2,573,185	2,676,112	2,783,157	2,894,483
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		5,829,180	2,076,398	1,978,246	1,884,735	1,795,643	

자료: SMIC Research 1 Team Database

Valuation 결과, 적정주가가 8,091원이 도출되었고 이를 20% 할인하여 6,427원을 Target Price로 제시하며 이를 6월 20일 현재 주가 3,200원과 비교하면 102%의 수익률을 기대할 수 있다.

ECS텔레콤과 직접 비교할 만한 기업은 찾지 못하였다. 하지만 컨택센터 솔루션에서 경쟁하고 있는 인티큐브의 경우 현재 PER가 9.16이며 노텔의 북미 파트너 기업인 Black Box의 경우 PER가 17.6에 이른다. 동사의 PER가 6.23이라는 점을 생각해 보면 상대적으로 저평가되어있음을 확인할 수 있을 것이다.

ECS텔레콤은 올해 30% 성장이라는 놀라운 실적을 발표하였고 내년에도 15%의 성장이 기대된다. Research 1 Team은 이러한 성장성보다 창업이래 꾸준한 흑자와 10%내외의 영업이익률을 유지해왔다는 점, 동사의 시가총액이 240억 원인데 반해 현재 보유 중인 현금 및 단기금융상품이 130억원에 달한다는 점을 높게 평가한다. IT기업답지 않은 안정성에 성장성까지 확보한 ECS텔레콤의 매수를 추천한다.