



BUY(Maintain)

목표주가: 17,000원

주가(10/27): 9,300원

시가총액: 1,121억원



스몰캡
Analyst 한동희
02) 3787-5292
donghee.han@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/27)		689.97pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	11,450원	8,000원
등락률	-18.78%	16.25%
수익률	절대	상대
1M	-0.9%	-6.7%
6M	-9.7%	-17.4%
1Y	-9.7%	-15.1%

Company Data

발행주식수	12,056천주
일평균 거래량(3M)	138천주
외국인 지분율	32.38%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,042원
주요 주주	1105354B.C 외
	41.71%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	513	1,071	1,468	1,688
보고영업이익	79	90	191	220
핵심영업이익	79	90	191	220
EBITDA	96	106	208	237
세전이익	60	63	168	193
순이익	65	54	151	174
지배주주지분순이익	65	54	151	174
EPS(원)	538	450	1,256	1,441
증감률(%YoY)	46.2	-16.4	179.2	14.7
PER(배)	16.7	20.7	7.4	6.5
PBR(배)	2.0	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA(배)	10.5	10.5	5.2	4.6
보고영업이익률(%)	15.3	8.4	13.0	13.0
핵심영업이익률(%)	15.3	8.4	13.0	13.0
ROE(%)	12.6	9.4	22.3	20.6

Price Trend



3Q17 Preview

누리텔레콤 (040160)

3Q17 상저하고 실적의 시작 예상



3Q17부터 2017년 상저하고의 실적이 가시화 될 것으로 예상한다. 3Q17 노르웨이 소리아PJT의 매출인식 본격 시작, 4Q17 고마진의 가나향 선불식 AMI 매출이 예상되기 때문이다. 가장 큰 병목이었던 소리아PJT의 매출 본격화는 안정적 수주잔고로 시작하는 2018년 분기 적자 가능성을 낮춰 2018년 영업이익 고성장 가시성을 높일 것이다. 또한 나주공장 법인세 면제효과로 순이익 성장률은 더욱 가파를 것이다.

>>> 3Q17 영업이익 45억원 (흑자전환 YoY) 예상

누리텔레콤의 3Q17 연결실적은 매출액 384억원 (+571% YoY), 영업이익 45억원 (흑자전환 YoY)으로 예상된다. 상반기 누적 영업적자가 33억원 수준이었다는 점을 감안하면, 매우 긍정적인 실적이다. 호실적의 배경은 노르웨이 소리아 PJT의 매출인식 본격화 시작이다. 전분기 대비 3Q17 기말환율의 수준을 고려하면 외환관련 손실 가능성은 제한적일 것으로 추정되며, 나주공장 본격가동에 따른 법인세 절감 효과도 예상된다. 순이익은 45억원이 예상된다.

>>> 4Q17 사상 최대 영업이익 예상: 77억원 (+63% YoY)

4Q17 연결 실적은 454억원 (+101% YoY), 영업이익 77억원 (+63% YoY)으로 사상 최대 실적을 달성할 것으로 예상된다. 연결 회사들의 특별한 실적 모멘텀 없이도 3Q17 대비 높은 영업이익률을 예상하는 이유는 소리아PJT의 매출인식이 지속되는 가운데, 고수익 사업인 가나향 선불식AMI 사업의 매출인식이 반영될 것으로 예상하기 때문이다. 기 수주 해외사업 매출인식 본격화는 2018년 실적의 안정성을 담보하는 요인이 될 것으로 판단한다.

>>> 2018년 고성장에 대한 높은 가시성에 주목하자

키움증권은 누리텔레콤의 2018년이 그 어느 해 보다 고성장 가시성이 높다고 판단한다. 2017년 하반기 실적 모멘텀을 이끌 해외AMI 사업은 2018년에도 호조가 예상되기 때문이다. 2017년 하반기 추정치를 반영한 소리아PJT의 2018년 예상 이월 수주잔고는 360억원 수준이며, 가나PJT도 3만호 수준의 매년 꾸준한 매출 발생이 전망된다. 국내 사업도 마이크로그리드에 더해 Wi-SUN 등 저압AMI, 한전 계량기 신규수주가 시작되는 등 긍정적인 상황이다.

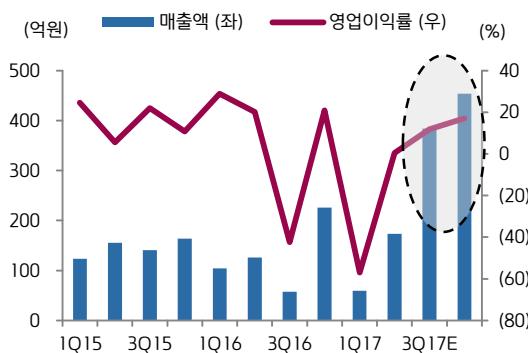
2018년 실적은 매출액 1,468억원 (+37% YoY), 영업이익 191억원 (+113% YoY)으로 예상된다. 안정적 수주잔고를 보유하고 있고, 해외AMI 사업의 본격 매출인식이 시작되었다는 점에서 분기별 적자의 반복 가능성은 제한적이라 판단된다. 한편 10월 27일 수주계약이 취소된 남아공 AMI 수주금액은 지난 8월 30일 보고서에 언급했듯 당초부터 추정치에 반영하지 않았다. 오히려 재입찰 수주 시 추정치 상향 요인이 될 것이다. 현 주가는 2018E EPS 기준 PER 7.4X에 불과하다. 하반기 실적 모멘텀과 2018년 고성장을 고려해 투자 의견 BUY와 목표주가 17,000원을 유지한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	104	126	57	226	59	173	384	454	584	513	1,071	1,468
증감율(%YoY)	-16%	-19%	-59%	38%	-43%	38%	571%	101%	50%	-12%	109%	37%
증감율(%QoQ)	-36%	21%	-55%	295%	-74%	192%	121%	18%				
AMI 해외	47	47	13	56	13	111	208	246	227	163	578	515
AMI 국내	20	7	45	97	23	15	87	101	159	170	227	306
RFID	24	(7)	35	30	13	9	9	13	87	83	43	60
기타	5	11	12	32	2	31	11	11	60	60	55	50
연결자회사	10	15	13	15	11	11	72	86	57	53	181	553
영업이익	30	25	(24)	47	(34)	1	45	77	88	79	90	191
증감율(%YoY)						적전	-96%	흑전	593%	-10%	14%	113%
증감율(%QoQ)		-16%				흑전	적전	4775%				
지배순이익	25	21	(28)	46	(50)	9	45	50	44	65	54	151
영업이익률(%)	29%	20%	-42%	21%	-57%	1%	12%	17%	15%	15%	8%	13%
지배순이익률(%)	24%	17%	-48%	20%	-84%	5%	12%	11%	8%	13%	5%	10%

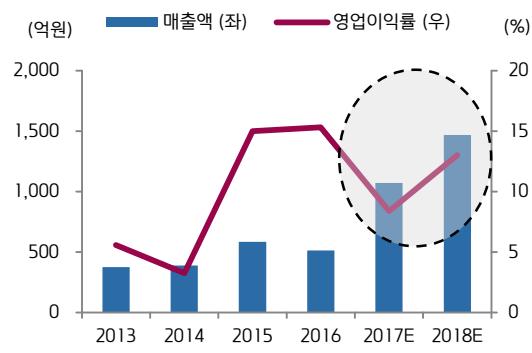
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



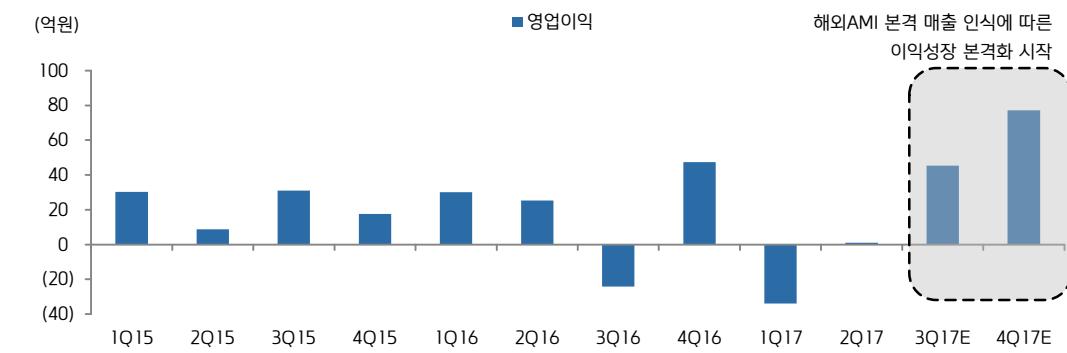
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



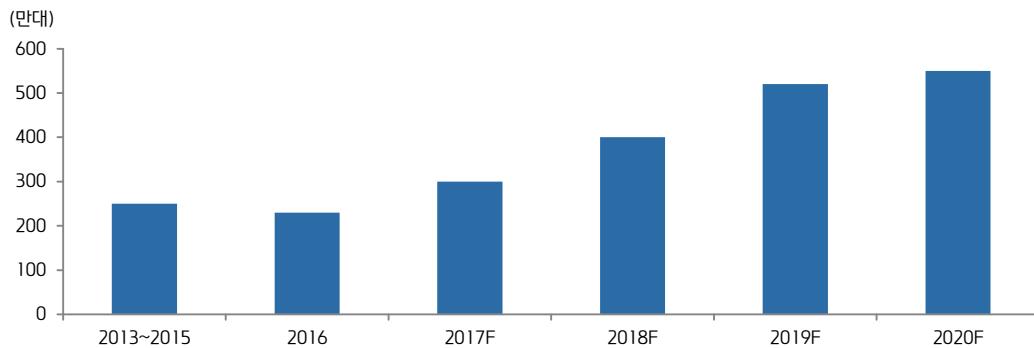
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 연결 영업이익 추이 및 전망



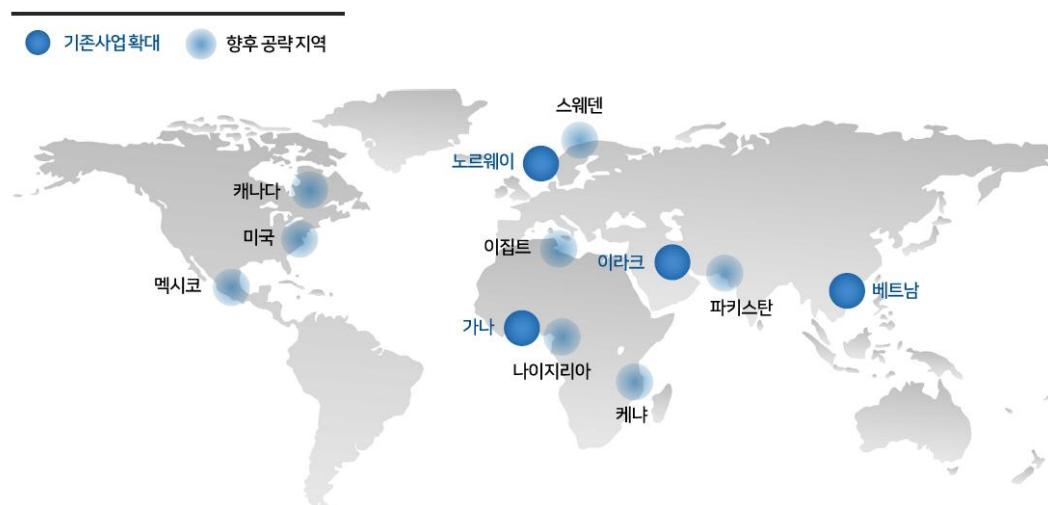
자료: FnGuide, 키움증권 추정

한국전력 AMI 보급 추이 및 계획



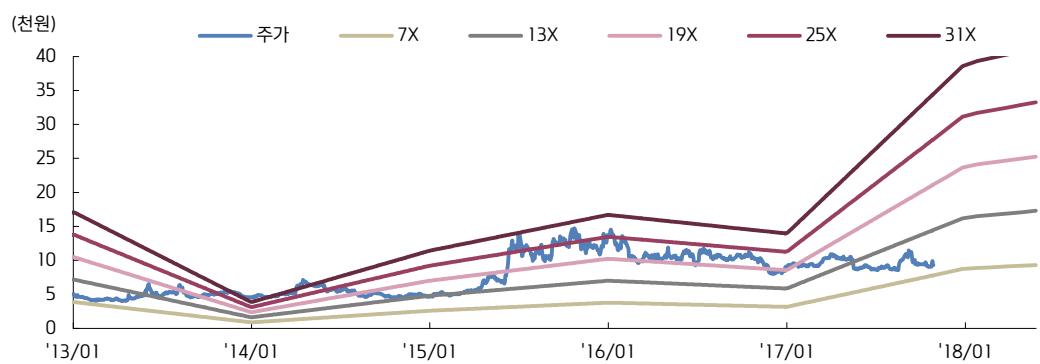
자료: 언론보도, 키움증권

누리텔레콤의 해외AMI 기준, 향후 공략지역



자료: 누리텔레콤, 키움증권

누리텔레콤 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	584	513	1,071	1,468	1,688
매출원가	331	270	629	837	945
매출총이익	253	243	441	631	743
판매비및일반관리비	165	164	352	440	523
영업이익(보고)	88	79	90	191	220
영업이익(핵심)	88	79	90	191	220
영업외손익	-42	-19	-26	-23	-26
이자수익	2	1	1	1	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	14	15	9	7	4
이자비용	5	3	4	4	4
외환손실	3	7	12	7	8
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-4	-1	0	0	0
기타	-45	-23	-20	-20	-20
법인세차감전이익	46	60	63	168	193
법인세비용	2	-5	9	17	19
유효법인세율 (%)	3.8%	-8.4%	14.3%	10.0%	10.0%
당기순이익	44	65	54	151	174
지배주주지분순이익(억원)	44	65	54	151	174
EBITDA	108	96	106	208	237
현금순이익(Cash Earnings)	64	82	71	168	191
수정당기순이익	48	66	54	151	174
증감율(% YoY)					
매출액	50.4	-12.1	108.6	37.1	15.0
영업이익(보고)	592.5	-10.3	14.1	112.9	14.9
영업이익(핵심)	592.5	-10.3	14.1	112.9	14.9
EBITDA	220.9	-11.0	10.6	95.8	13.9
지배주주지분 당기순이익	197.2	46.2	-16.4	179.2	14.7
EPS	197.2	46.2	-16.4	179.2	14.7
수정순이익	172.2	38.0	-18.1	179.2	14.7

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	337	435	570	735	810
현금및현금성자산	57	190	82	97	77
유동금융자산	6	31	64	88	102
매출채권및유동채권	233	178	357	459	527
재고자산	42	36	67	91	104
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	351	380	436	520	673
장기매출채권및기타비유동채권	9	10	21	29	33
투자자산	49	50	60	67	70
유형자산	202	210	221	232	243
무형자산	80	86	81	76	72
기타비유동자산	11	24	53	117	255
자산총계	688	815	1,006	1,255	1,483
유동부채	195	260	392	486	538
매입채무및기타유동채무	70	119	248	339	390
단기차입금	112	139	140	140	140
유동성장기차입금	0	0	-1	-1	-1
기타유동부채	13	3	5	7	8
비유동부채	8	5	10	14	16
장기매입채무및비유동채무	8	5	10	14	16
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	203	265	402	500	554
자본금	60	60	60	60	60
주식발행초과금	317	317	317	317	317
이익잉여금	54	119	173	325	499
기타자본	53	53	53	53	53
자본총계	484	550	604	755	929
지분법적용자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	484	550	604	756	929
순차입금	50	-82	-7	-46	-39
총차입금	112	139	139	139	139

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-12	173	-13	132	158
당기순이익	44	65	54	151	174
감가상각비	13	12	11	12	13
무형자산상각비	8	5	5	5	4
외환손익	-4	-8	3	1	4
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-130	89	-84	-36	-33
기타	57	10	-3	-1	-4
투자활동현금흐름	-56	-88	-95	-117	-179
투자자산의 처분	-1	-26	-43	-31	-17
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-4	-23	-23	-23	-23
무형자산의 처분	-46	-38	0	0	0
기타	-5	-1	-29	-63	-139
재무활동현금흐름	-12	43	0	0	0
단기차입금의 증가	-16	27	1	0	0
장기차입금의 증가	-45	0	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	49	16	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-80	133	-108	16	-20
기초현금및현금성자산	137	57	190	82	97
기말현금및현금성자산	57	190	82	97	77
Gross Cash Flow	118	84	71	168	191
Op Free Cash Flow	-75	130	-14	130	159

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	368	538	450	1,256	1,441
BPS	4,016	4,559	5,009	6,265	7,706
주당EBITDA	895	796	880	1,723	1,963
CFPS	534	682	586	1,395	1,583
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	37.2	16.7	20.7	7.4	6.5
PBR	3.4	2.0	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	15.7	10.5	10.5	5.2	4.6
PCFR	25.7	13.2	15.9	6.7	5.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.0	15.3	8.4	13.0	13.0
영업이익률(핵심)	15.0	15.3	8.4	13.0	13.0
EBITDA margin	18.5	18.7	9.9	14.2	14.0
순이익률	7.6	12.7	5.1	10.3	10.3
자기자본이익률(ROE)	10.0	12.6	9.4	22.3	20.6
투하자본이익률(ROIC)	19.7	19.7	17.6	34.1	36.3
안정성(%)					
부채비율	42.0	48.2	66.5	66.1	59.6
순차입금비율	10.2	-14.9	-1.2	-6.2	-4.2
이자보상배율(배)	16.9	26.2	23.0	49.0	56.4
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	2.5	4.0	3.6	3.4
재고자산회전율	17.2	13.3	20.9	18.6	17.3
매입채무회전율	9.1	5.4	5.8	5.0	4.6

Compliance Notice

- 당사는 10월 27일 현재 '누리텔레콤 (040160)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율 (%)		
				목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고 주가대비
누리텔레콤 (040160)	2017-08-30	BUY(Initiate)	17,000원	6개월	-42.30	-32.65
	2017-10-30	BUY(Maintain)	17,000원	6개월		

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%