



BUY(Maintain)

목표주가: 17,000원

주가(11/27): 10,150원

시가총액: 1,121억원



스몰캡

Analyst 한동희

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/27)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	11,450원	8,000원
등락률	-11.35%	26.88%
수익률	절대	상대
1M	9.1%	-5.0%
6M	15.7%	-5.7%
1Y	23.8%	-6.7%

Company Data

발행주식수	12,056천주
일평균 거래량(3M)	148천주
외국인 지분율	32.47%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	4,961원
주요 주주	NURI SYSTEMS 외
	41.71%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	513	1,180	1,419	1,632
보고영업이익	79	82	182	209
핵심영업이익	79	82	182	209
EBITDA	96	98	198	226
세전이익	60	65	155	179
순이익	65	46	136	158
지배주주지분순이익	65	46	133	153
EPS(원)	538	383	1,100	1,273
증감률(%YoY)	46.2	-28.8	186.8	15.7
PER(배)	16.7	26.5	9.2	8.0
PBR(배)	2.0	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	10.5	11.3	5.1	4.0
보고영업이익률(%)	15.3	6.9	12.8	12.8
핵심영업이익률(%)	15.3	6.9	12.8	12.8
ROE(%)	12.6	8.1	20.5	19.4

Price Trend



기업분석

누리텔레콤 (040160)

4분기는 더 좋다



4Q17 사상최대 실적을 예상한다. 최대 관심사였던 소리아PJT의 본격 매출인식 시작은 3Q17 호실적으로 확인되었고, 수익성이 높은 가나PJT의 반영, 국내AMI의 본격화, 나주공장 법인세 면제효과가 예상되기 때문이다. 2018년은 소리아PJT의 매출인식이 지속되는 가운데, 가나PJT 및 국내AMI 호조, 모임스톤의 연결실적 온기 반영으로 고성장 가시성이 높다고 판단한다.

>> 3Q17 영업이익 39억원 (흑자전환 YoY) 기록

누리텔레콤의 3Q17 연결실적은 매출액 448억원 (+683% YoY), 영업이익 39억원 (흑자전환 YoY)을 기록했다. 노르웨이 소리아PJT 매출인식의 본격화 등에 따른 해외AMI 매출액 호조 (+145% QoQ)에 기인한다. 기존 보고서에서 언급했던 매출 성장에 따른 나주공장 법인세 면제효과는 나타나지 않았는데, 이는 과거 누리스타덕스 합병 관련 12억원 수준의 법인세 납부 때문이다. 일회성 요인을 제외하면 3Q17 법인세율은 1% 수준에 불과했다고 판단한다.

>> 4Q17 사상 최대 영업이익 예상: 76억원 (+60% YoY)

4Q17 연결실적은 매출액 499억원 (+121% YoY), 영업이익 76억원 (+60% YoY)으로 사상 최대 실적을 달성할 것으로 예상된다. 소리아PJT의 매출인식이 지속되는 가운데 고수익 사업인 가나PJT가 반영되기 시작할 것으로 예상되기 때문이다. 당초 예상대비 부진했던 국내AMI도 마이크로그리드, 저압 사업이 본격화 될 것으로 판단되고, 나주공장 법인세 면제효과가 더해지면서 4Q17 실적은 3Q17 대비 외형 및 수익성 모두 긍정적일 것으로 예상된다.

>> 2018년 고성장에 대한 높은 가시성

키움증권은 누리텔레콤의 2018년 고성장 가시성이 매우 높다고 판단한다. 소리아PJT는 2018년까지 지속되는 가운데, 선불식AMI의 높은 경쟁력을 감안하면 가나에서의 추가 수주 가능성도 높다. 국내사업 역시 마이크로그리드, 저압AMI 등의 수주가 진행되는 가운데 신규사업인 한전 계량기 역시 2020년까지 꾸준한 성장이 기대되며, 모임스톤의 실적이 온기로 반영될 것이다. 또한 입찰이 임박한 파키스탄PJT의 결과는 2018년의 관전 포인트가 될 전망이다.

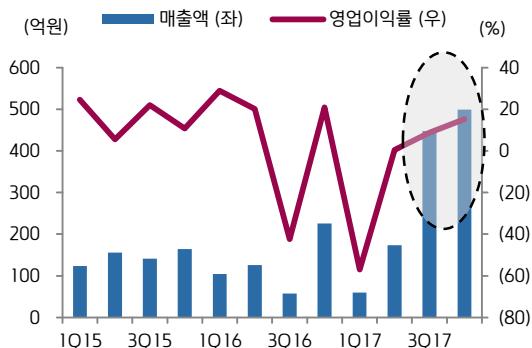
2018년 실적은 매출액 1,419억원 (+20% YoY), 영업이익 182억원 (+121% YoY)가 예상된다. 매출액 성장 대비 영업이익 성장률이 높은 이유는 최대 복목이었던 소리아PJT의 본격 매출인식 시작 및 국내사업 호조, 모임스톤 연결효과로 2018년에는 2017년 상반기의 영업이익 절자 반복 가능성성이 제한적이라고 판단하기 때문이다. 4Q17 실적 모멘텀과 2018년 고성장에 대한 높은 가시성에도 불구하고, 현 주가는 2018E 완전회석 EPS 기준 PER 9.8X로 역사적 PER Band 저점 수준에 불과하다. 투자의견 BUY와 목표주가 17,000원을 유지한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	104	126	57	226	59	173	448	499	584	513	1,180	1,419
증감율(%YoY)	-16%	-19%	-59%	38%	-43%	38%	683%	121%	50%	-12%	130%	20%
증감율(%QoQ)	-36%	21%	-55%	295%	-74%	192%	158%	12%				
AMI 해외	47	47	13	56	13	111	272	262	227	163	658	537
AMI 국내	20	7	45	97	24	44	60	110	159	170	238	326
RFID	24	(7)	35	30	13	9	10	11	87	83	43	60
기타	5	11	12	32	2	2	1	4	60	60	9	34
연결자회사	10	15	13	15	11	11	107	116	57	53	245	478
영업이익	30	25	(24)	47	(34)	1	39	76	88	79	82	182
증감율(%YoY)						적전	-96%	흑전	593%	-10%	4%	121%
증감율(%QoQ)		-16%				적전	흑전	4101%				
지배순이익	25	21	(28)	46	(50)	9	37	50	44	65	46	133
영업이익률(%)	29%	20%	-42%	21%	-57%	1%	9%	15%	15%	15%	7%	13%
지배순이익률(%)	24%	17%	-48%	20%	-84%	5%	8%	10%	8%	13%	4%	10%

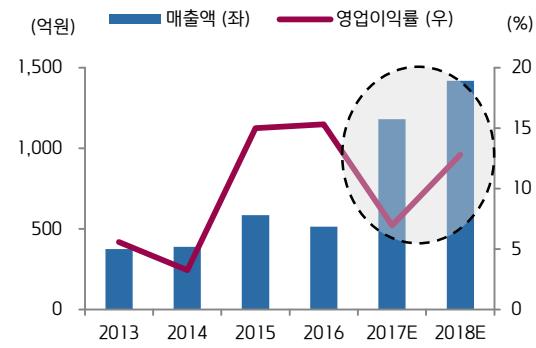
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



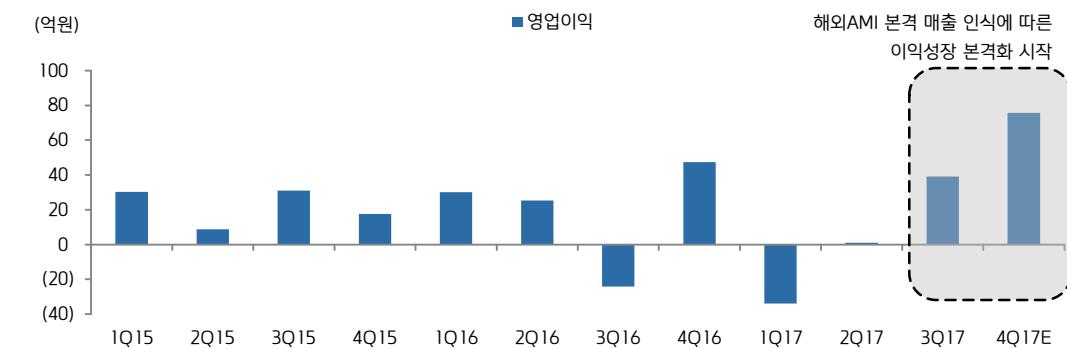
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



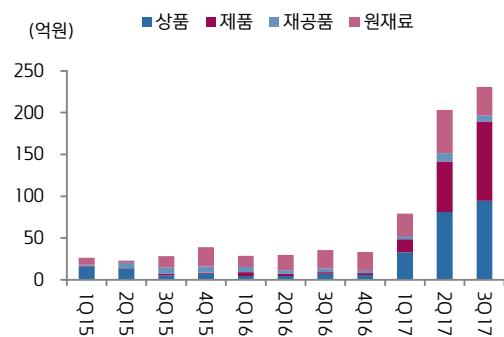
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 연결 영업이익 추이 및 전망



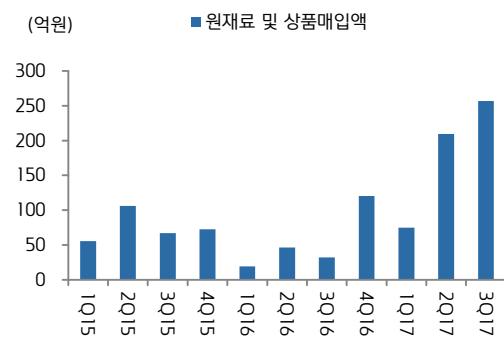
자료: FnGuide, 키움증권 추정

별도기준 재고자산 추이



자료: 전자공시, 키움증권

별도기준 원재료 및 상품매입액 추이



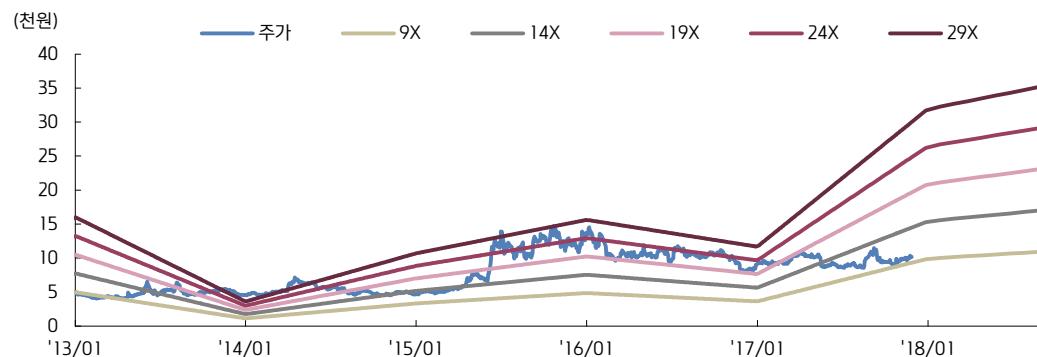
자료: 전자공시, 키움증권

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	1,180	1,419	1,632
매출원가	331	270	757	809	914
매출총이익	253	243	423	610	718
판매비및일반관리비	165	164	341	429	509
영업이익(보고)	88	79	82	182	209
영업이익(핵심)	88	79	82	182	209
영업외손익	-42	-19	-17	-27	-30
이자수익	2	1	1	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	14	15	18	7	4
이자비용	5	3	12	7	9
외환손실	3	7	19	7	8
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-4	-1	3	-1	0
기타	-45	-23	-9	-19	-17
법인세차감전이익	46	60	65	155	179
법인세비용	2	-5	18	19	21
유효법인세율 (%)	3.8%	-8.4%	28.5%	12.0%	12.0%
당기순이익	44	65	46	136	158
지배주주지분순이익(억원)	44	65	46	133	153
EBITDA	108	96	98	198	226
현금순이익(Cash Earnings)	64	82	63	153	175
수정당기순이익	48	66	44	137	158
증감율(% YoY)					
매출액	50.4	-12.1	129.9	20.3	15.0
영업이익(보고)	592.5	-10.3	4.3	121.4	15.0
영업이익(핵심)	592.5	-10.3	4.3	121.4	15.0
EBITDA	220.9	-11.0	2.5	101.6	13.9
지배주주지분 당기순이익	197.2	46.2	-28.8	186.8	15.7
EPS	197.2	46.2	-28.8	186.8	15.7
수정순이익	172.2	38.0	-33.9	212.4	15.2

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	337	435	512	640	798
현금및현금성자산	57	190	226	340	484
유동금융자산	6	31	47	50	49
매출채권및유동채권	233	178	197	203	218
재고자산	42	36	42	47	48
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	351	380	407	419	432
장기매출채권및기타비유동채권	9	10	23	28	32
투자자산	49	50	53	56	58
유형자산	202	210	221	232	243
무형자산	80	86	81	76	72
기타비유동자산	11	24	28	27	27
자산총계	688	815	919	1,059	1,230
유동부채	195	260	312	313	325
매입채무및기타유동채무	70	119	147	158	148
단기차입금	112	139	159	149	169
유동성장기차입금	0	0	-1	-1	-1
기타유동부채	13	3	6	7	8
비유동부채	8	5	11	13	15
장기매입채무및비유동채무	8	5	11	13	15
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	203	265	323	326	340
자본금	60	60	60	60	60
주식발행초과금	317	317	317	317	317
이익잉여금	54	119	165	298	451
기타자본	53	53	53	53	53
자본총계	484	550	596	728	882
지분법적용자본총계	0	0	0	4	8
자본총계	484	550	596	732	890
순차입금	50	-82	-115	-242	-364
총차입금	112	139	158	148	168

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-12	173	63	151	149
당기순이익	44	65	46	136	158
감가상각비	13	12	11	12	13
무형자산상각비	8	5	5	5	4
외환손익	-4	-8	1	1	4
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-130	89	0	-2	-26
기타	57	10	-1	-1	-4
투자활동현금흐름	-56	-88	-46	-26	-25
투자자산의 처분	-1	-26	-19	-5	-1
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-4	-23	-23	-23	-23
무형자산의 처분	-46	-38	0	0	0
기타	-5	-1	-4	1	-1
재무활동현금흐름	-12	43	19	-10	20
단기차입금의 증가	-16	27	20	-10	20
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	36	114	143
기초현금및현금성자산	137	57	190	226	340
기말현금및현금성자산	57	190	226	340	484
Gross Cash Flow	118	84	63	153	175
Op Free Cash Flow	-75	130	52	151	152

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	368	538	383	1,100	1,273
BPS	4,016	4,559	4,942	6,042	7,315
주당EBITDA	895	796	816	1,644	1,873
CFPS	534	682	519	1,268	1,449
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	37.2	16.7	26.5	9.2	8.0
PBR	3.4	2.0	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	15.7	10.5	11.3	5.1	4.0
PCFR	25.7	13.2	19.5	8.0	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.0	15.3	6.9	12.8	12.8
영업이익률(핵심)	15.0	15.3	6.9	12.8	12.8
EBITDA margin	18.5	18.7	8.3	14.0	13.8
순이익률	7.6	12.7	3.9	9.6	9.7
자기자본이익률(ROE)	10.0	12.6	8.1	20.5	19.4
투하자본이익률(ROIC)	19.7	19.7	14.8	39.6	43.4
안정성(%)					
부채비율	42.0	48.2	54.1	44.5	38.2
순차입금비율	10.2	-14.9	-19.3	-33.0	-41.0
이자보상배율(배)	16.9	26.2	6.9	25.5	23.2
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	2.5	6.3	7.1	7.8
재고자산회전율	17.2	13.3	30.4	31.7	34.2
매입채무회전율	9.1	5.4	8.9	9.3	10.7

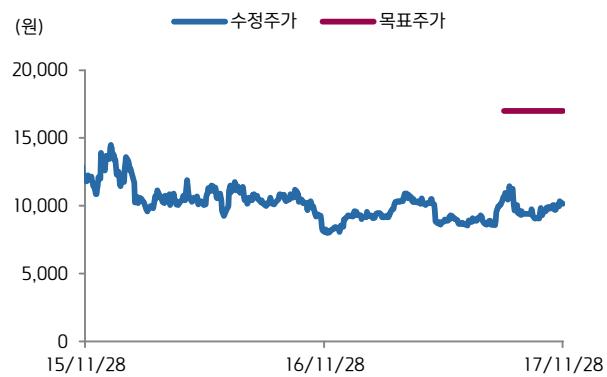
Compliance Notice

- 당사는 11월 26일 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 대상시점	-42.40	-32.65
	2017-10-30	BUY(Maintain)	17,000원	6개월 대상시점	-42.18	-32.65
	2017-11-28	BUY(Maintain)	17,000원	6개월 대상시점	-	-

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%