



하나금융그룹

2018년 3월 15일 | Equity Research

케이엠더블유 (032500)

당장 금년도부터 실적 좋아진다!

매수 유지/목표가 35,000원 유지, 이전 오를 일만 남았다

KMW에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 미국 스프린트로의 안정적인 매출이 지속되는 가운데 인도/국내 매출액이 예상보다 빨리 발생할 것으로 보여 금년도 실적 전망이 낙관적이며, 2) 인도 4.5G 투자에 Massive MIMO를 적용할 것으로 보여 KMW의 수혜가 예상되고, 3) 국내의 경우 2018년 6월 28GHz대역 경매에 이어 서울 지역 5G 커버리지 확대에 28GHz 대역을 사용할 가능성이 높아지고 있어 안테나/필터 교체 수요 증기가 예상되며, 4) 최근 일부 언론사에서 주식시장을 통한 KMW의 자금조달 가능성을 보도함에 따라 수급악화에 대한 우려가 존재하지만 발행 조건을 감안 시 향후 1~2년 내 물량 출회 가능성은 희박해 보이고, 5) LED 사업부문 실적 부담이 여전히 크지만 향후 자금조달 계획을 감안할 때 금년도에는 LED 사업부문 적자 폭 축소 또는 LED 사업부문 매각 중 양자택일이 불가피할 것으로 판단되기 때문이다. 실적 전망치를 변경하지 않음에 따라 12개월 목표가는 기존의 35,000원을 유지한다.

인도/국내 매출 빨리 터질 듯, 금년도 실적 전망 낙관적

KMW의 장/단기 매출 전망은 점점 낙관적으로 변모하는 양상이다. 5G의 집중 수혜가 예상되는 2019년뿐만 아니라 당장 2018년 실적도 양호하게 발표될 것으로 예상되기 때문이다. 가장 기대를 갖게 하는 지역은 인도와 국내 통신사이다. 인도 통신사들은 아직까지도 LTE 투자에 열심이다. 2016년부터 뒤늦게 LTE 투자에 나섰기 때문이다. 그런데 최근 릴라이언스를 비롯한 인도 통신사들이 LTE 투자를 다른 방향으로 전환하고 있다. 단순히 LTE만을 지원하는 것이 아니라 5G 시대를 준비하는 자세로 5G Ready 장비를 구매해 보다 손쉽게 5G를 맞이하겠다는 것이다. 이러한 이유로 Massive MIMO 기술이 4.5G 장비에 채택되어 공급될 가능성이 높아지는 상황이며, 이에 따른 KMW의 수혜가 예상된다. 국내의 경우엔 5G 초기 상용화에 따른 조기 안테나/필터 매출 발생이 예상된다. 2018년 6월 경매, 2019년 3월 상용화 일정을 감안 시 늦어도 금년도 10월엔 국내 통신사들의 5G CAPEX 집행이 불가피할 것이란 판단이며 KMW 국내 5G 매출은 4분기에 발생 가능성이 유력해 보인다. 미국 스프린트에 이어 인도/국내 매출이 가세할 전망이어서 2018년 영업이익 220억원 달성을 무난할 것이란 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 35,000원 | CP(3월 14일): 22,750원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSDAQ 지수 (pt)	886.25		
52주 최고/최저(원)	28,400/10,500	매출액(십억원)	236.6 297.2
시가총액(십억원)	360.6	영업이익(십억원)	10.9 25.4
시가총액비중(%)	0.13	순이익(십억원)	7.7 21.4
발행주식수(천주)	16,100.0	EPS(원)	481 1,407
60일 평균 거래량(천주)	247.1	BPS(원)	3,615 4,981
60일 평균 거래대금(십억원)	6.0		
17년 배당금(예상, 원)	0		
17년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	4.49		
주요주주 지분율(%)			
김덕용 외 2 인	40.71		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	8.5 69.7 99.1		
상대	1.5 26.2 38.3		

Stock Price	
(천원)	케이엠더블유(주) 상대지수(우)
34	230
29	210
24	190
19	170
14	150
9	130
7	110
7	90
7	70
17.3 17.6 17.9 17.12 18.3	17.3 17.6 17.9 17.12 18.3

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	219.8	210.5	212.3	303.6	379.1
영업이익	십억원	(44.9)	(14.5)	(1.5)	21.8	31.3
세전이익	십억원	(49.8)	(11.6)	(6.9)	17.9	27.5
순이익	십억원	(47.9)	3.9	(8.5)	16.2	24.8
EPS	원	(2,976)	244	(526)	1,004	1,537
증감률	%	적지	흑전	적전	흑전	53.1
PER	배	N/A	30.60	N/A	22.67	14.80
PBR	배	1.99	1.99	7.93	5.26	3.88
EV/EBITDA	배	N/A	717.76	49.58	12.45	8.92
ROE	%	(75.49)	8.96	(19.50)	32.78	35.49
BPS	원	3,560	3,763	3,318	4,322	5,859
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

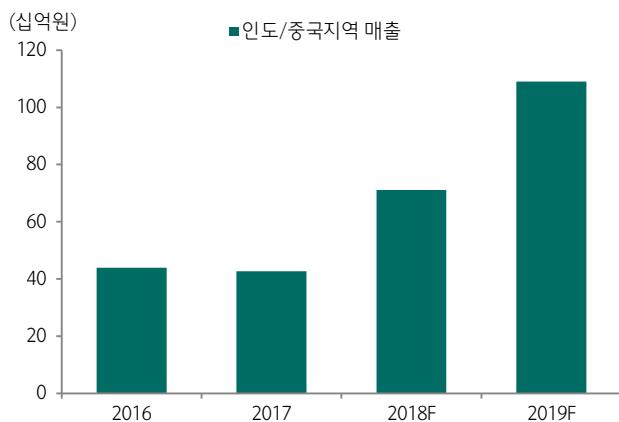
RA 성도훈

02-3771-7541

dohunsung@hanafn.com


하나금융투자

그림 1. KMW 인도/중국지역 연간 매출액 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. KMW 국내 연간 매출액 전망



자료: KMW, 하나금융투자

4.5G에 Massive MIMO 적용, 28GHz 조기 투자 예상된다는 점은 분명한 호재

여전히 5G 초기 상용화, Massive MIMO 적용에 대한 강한 의문을 피력하는 투자자들이 많지만 최근 동향을 보면 28GHz 사용과 Massive MIMO를 통한 범포밍 기술의 도입은 예상보다도 더 빨리 진행되고 있다. 최근 국내 KT와 인도 릴라이언스를 보면 그러하다.

이미 KT는 28GHz 대역 활용을 통한 5G 도입에 적극적인 양상이다. 주파수 조기 경매를 요구한 것도 그렇고 28GHz 대역을 활용한 자율자동차 시현, 서울지역 커버리지 계획 언급 등 5G 고주파수 조기 활용 계획을 숨기지 않고 있다. 가장 큰 이유는 커버리지와 트래픽 때문이다.

향후 주파수 할당 로드맵과 트래픽을 예측할 시 2020년만 되어도 28GHz 대역을 사용하지 않으면 이론적으로 주파수 공급 부족 문제가 발생할 수 있다. 현재 동일 콘텐츠 용량 기준으로 4K UHD는 HD의 4배, 8K UHD는 HD의 12배에 달한다. 5G 도입 시 UHD, VR 콘텐츠가 급증할 것임을 감안하고 인당 트래픽이 현재 LTE 6기가에서 5G 20기가까지 증가하게 되면 5G 가입자가 1,500만 명만 되어도 주파수 부족 현상이 나타날 수 있다는 결론에 도달한다. 결국 2020년엔 28GHz 사용이 불가피하다는 얘기다.

여기에 28GHz 장비 개발이 본격화되고 있으며 서울 도심/강남 지역을 기준으로 보면 현재 도 기지국 반경이 100~200미터에 불과해 서울지역만 보면 설비투자 부담이 크지 않다는 점도 28GHz의 조기 사용을 높여주는 대목이다. 28GHz 대역을 지원하는 퀄컴/인텔 칩이 금년도 3분기 내 출시될 가능성이 높고 삼성전자 5G 휴대폰이 2019년 초에 문제없이 출시가 예상되는 상황이기 때문이다.

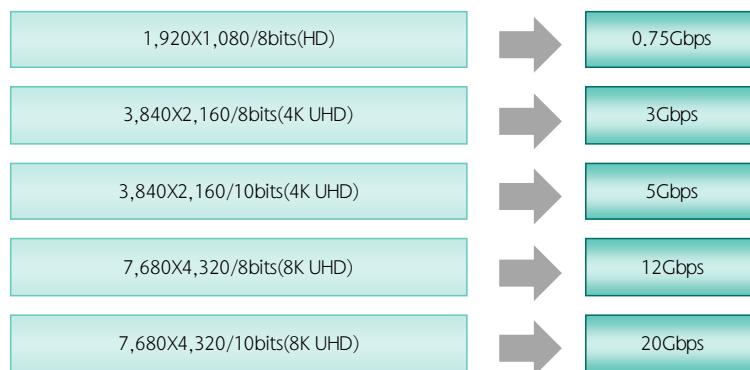
여기에 앞서 언급한 것처럼 흥미롭게도 인도 릴라이언스가 4.5G에 Massive MIMO 적용을 언급하고 있다. 이왕 늦었으니 5G를 준비하는 자세로 LTE 투자를 하자는 얘기인데 KMW 입장에서는 호재가 아닐 수 없다. 인도 4.5G까지 조기 매출에 기여한다면 금년도 하나금융 투자 실적 전망치 상향 돌파 가능성성이 높아 보이며 금년도 주가 성과도 우수하게 나타날 전망이다.

표 1. 국내 5G 주파수 할당 계획

구분	주파수 대역	주파수 폭	경매 시기
저주파 대역	3.5GHz	300MHz	2018년 6월
	27GHz	1GHz	논의 중
	28GHz	1GHz	2018년 6월
	29GHz	1GHz	논의 중

자료: 과기부, 언론매체, 하나금융투자

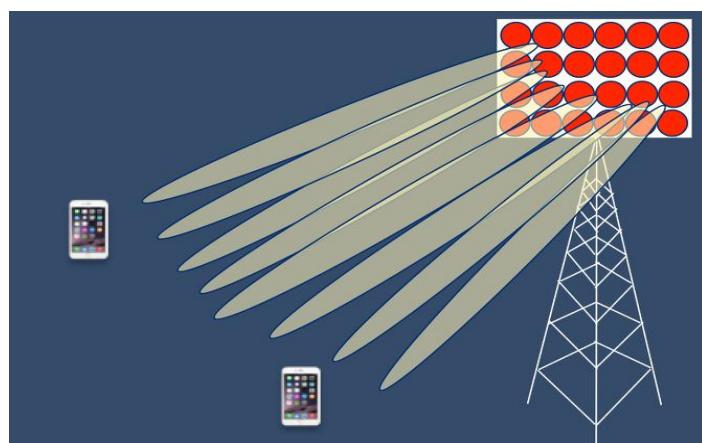
그림 3. 양상 방식별 데이터량 비교



자료: 한국방송통신진흥원

그림 4. Massive MIMO를 이용한 3D 빔포밍 기술

MIMO 기술은 공간다중화와
빔포밍을 지향,
전송속도 향상과
간섭 방지에 효율적



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액		219.8	210.5	212.3	303.6	379.1
매출원가		190.0	161.5	145.6	209.6	261.6
매출총이익		29.8	49.0	66.7	94.0	117.5
판관비		74.7	63.5	68.2	72.2	86.2
영업이익		(44.9)	(14.5)	(1.5)	21.8	31.3
금융손익		(6.4)	(7.3)	(5.8)	(3.0)	(2.7)
종속/관계기업손익		1.9	0.4	0.3	(0.9)	(1.1)
기타영업외손익		(0.4)	9.8	0.1	0.0	0.0
세전이익		(49.8)	(11.6)	(6.9)	17.9	27.5
법인세		(1.6)	3.9	2.2	1.7	2.8
계속사업이익		(48.2)	(15.6)	(7.9)	16.2	24.8
중단사업이익		0.4	19.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(47.8)	3.7	(8.5)	16.2	24.8
비자매주주지분 순이익		0.1	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		(47.9)	3.9	(8.5)	16.2	24.8
지배주주지분포괄이익		(45.9)	3.6	(13.5)	16.2	24.8
NOPAT		(43.5)	(19.4)	(2.0)	19.7	28.2
EBITDA		(31.3)	0.3	9.6	31.1	38.8
성장성(%)						
매출액증가율		4.3	(4.2)	0.9	43.0	24.9
NOPAT증가율		적지	적지	적지	흑전	43.1
EBITDA증가율		적지	흑전	3,100.0	224.0	24.8
영업이익증가율		적지	적지	적지	흑전	43.6
(지배주주)순이익증가율		적지	흑전	적전	흑전	53.1
EPS증가율		적지	흑전	적전	흑전	53.1
수익성(%)						
매출총이익률		13.6	23.3	31.4	31.0	31.0
EBITDA이익률		(14.2)	0.1	4.5	10.2	10.2
영업이익률		(20.4)	(6.9)	(0.7)	7.2	8.3
계속사업이익률		(21.9)	(7.4)	(3.7)	5.3	6.5

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산		181.9	106.6	90.4	115.3	144.2
금융자산		18.3	23.7	34.4	44.3	75.1
현금성자산		14.0	23.3	34.2	43.7	74.4
매출채권 등		52.0	40.1	27.0	38.3	42.2
재고자산		52.9	40.7	27.4	29.0	23.0
기타유동자산		58.7	2.1	1.6	3.7	3.9
비유동자산		138.7	101.7	86.0	82.6	75.6
투자자산		6.1	5.7	3.8	9.7	10.2
금융자산		1.0	0.7	0.4	1.1	1.2
유형자산		124.1	84.8	71.9	73.5	76.7
무형자산		4.6	4.3	3.8	3.0	2.3
기타비유동자산		3.9	6.9	6.5	(3.6)	(13.6)
자산총계		320.6	208.3	176.3	207.9	239.8
유동부채		210.5	150.0	108.1	112.8	118.9
금융부채		129.1	85.4	64.7	44.8	34.8
매입채무 등		71.6	60.0	40.4	62.2	78.1
기타유동부채		9.8	4.6	3.0	5.8	6.0
비유동부채		50.4	12.7	27.0	37.7	38.8
금융부채		33.5	2.3	20.0	20.0	20.0
기타비유동부채		16.9	10.4	7.0	17.7	18.8
부채총계		260.9	162.7	135.1	150.5	157.7
지배주주지분		42.3	45.6	41.2	57.4	82.1
자본금		8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금		48.3	48.3	50.9	50.9	50.9
자본조정		(14.4)	(14.4)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
기타포괄이익누계액		7.7	5.3	3.4	3.4	3.4
이익잉여금		(7.5)	(1.8)	(9.5)	6.6	31.4
비지배주주지분		17.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		59.7	45.6	41.2	57.4	82.1
순금융부채		144.3	64.0	50.3	20.4	(20.4)

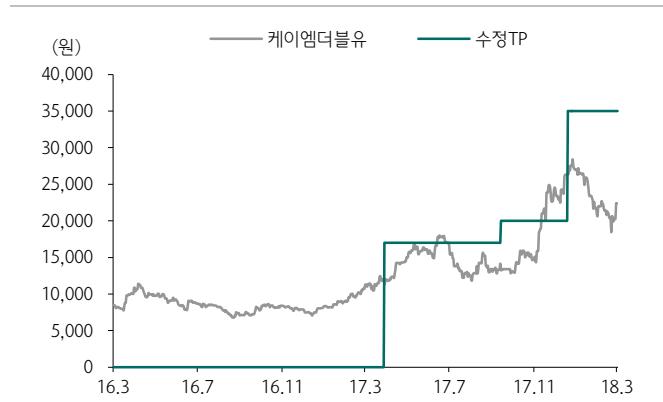
투자지표		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)						
EPS		(2,976)	244	(526)	1,004	1,537
BPS		3,560	3,763	3,318	4,322	5,859
CFPS		(909)	587	671	2,029	2,513
EBITDAPS		(1,945)	16	593	1,929	2,409
SPS		13,654	13,077	13,186	18,857	23,547
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		N/A	30.6	N/A	22.7	14.8
PBR		2.0	2.0	7.9	5.3	3.9
PCFR		N/A	12.8	39.2	11.2	9.1
EV/EBITDA		N/A	717.8	49.6	12.4	8.9
PSR		0.5	0.6	2.0	1.2	1.0
재무비율(%)						
ROE		(75.5)	9.0	(19.5)	32.8	35.5
ROA		(15.6)	1.5	(4.4)	8.4	11.1
ROIC		(23.2)	(13.7)	(1.9)	23.5	45.9
부채비율		437.1	357.2	327.9	262.3	192.0
순부채비율		241.7	140.5	122.0	35.5	(24.8)
이자보상배율(배)		(6.5)	(2.0)	(0.3)	3.9	5.6

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름		(4.6)	13.7	2.4	15.7	31.3
당기순이익		(47.8)	3.7	(8.5)	16.2	24.8
조정		27.4	0.6	12.2	9.2	7.4
감가상각비		13.6	14.8	11.1	9.3	7.5
외환거래손익		(0.3)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익		(1.9)	(18.5)	(0.1)	0.0	0.0
기타		16.0	4.8	1.4	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동		15.8	9.4	(1.3)	(9.7)	(0.9)
투자활동 현금흐름		(19.8)	76.8	5.1	(6.2)	(0.6)
투자자산감소(증가)		0.1	0.8	1.9	(5.8)	(0.6)
유형자산감소(증가)		(17.0)	29.7	4.1	0.0	0.0
기타		(2.9)	46.3	(0.9)	(0.4)	0.0
재무활동 현금흐름		28.9	(80.3)	2.4	0.0	0.0
금융부채증가(감소)		26.2	(74.9)	(3.0)	(20.0)	(10.0)
자본증가(감소)		3.5	0.0	2.5	0.0	0.0
기타재무활동		(0.8)	(5.4)	2.9	20.0	10.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		(13.2)	9.8	9.9	9.5	30.7
Unlevered CFO		(14.6)	9.4	10.8	32.7	40.5
Free Cash Flow		(22.3)	6.9	(0.2)	15.7	31.3

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과정

케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	평균	최고/최저
18.1.2	BUY	35,000		
17.9.27	BUY	20,000	-8.05%	31.50%
17.4.11	BUY	17,000	-14.54%	5.88%
15.8.17	Reduce			-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(마도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(마도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 3월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 3월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 3월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 업데이트 된 것입니다. 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.