

케이엠더블유 (032500)

지난해 실적 잇고 올해 중국 투자 수혜 가능성에 대비해야

매수 유지/목표가 35,000원 유지, 금주 매수 찬스 올 듯

KMW에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 1) 지난해 4분기 실적이 부진할 전망이지만 이미 주가에 기반영되었다고, 2) 국내 SKT/KT 장비 매출이 올해 들어 정상화되는 양상이며, 3) 미국/일본 통신사들의 5G CAPEX 투자가 올해 상반기내 시작될 전망이고, 4) 중국 차이나모바일 5G 상용화 일정을 감안할 때 늦어도 올해 4분기엔 중국 ZTE 매출이 급증할 전망이며, 5) 28GHz 기반 5G SA 서비스 조기 상용화로 전세계 통신사들이 저주파수 대역 기지국 구축 시에도 32/64 Massive MIMO 투자를 늘릴 전망이기 때문이다. 금년도 실적 전망치 유지로 12개월 목표가는 35,000원을 유지한다. 투자 전략상 악재 노출이 될 4분기 실적 발표 전후 적극적인 매수에 나설 것을 추천한다.

작년 대규모 적자 불가피, 하지만 올해는 이익 급증 전망

KMW는 당초 투자자들의 기대와는 달리 2018년 대규모 적자 기록이 불가피할 전망이다. LTE 매출 감소에 5G 매출이 늦게 시작되었으며 5G 관련 개발 비용 증가와 더불어 스프린트 매출 지연에 따른 운송비용 증가/원가율 상승이 겹쳤기 때문이다. 하지만 올해에는 이익 급증 패턴이 나타날 것으로 보여 서서히 매수 강도를 높일 것을 추천한다. 이미 국내 1분기 매출 기준으로 삼성전자 벤더 내 KMW M/S가 50%를 넘어선 것으로 파악되어 정상화된 데다가 상반기 미국 버라이즌/스프린트에 이어 하반기엔 중국 ZTE를 통한 차이나모바일 매출이 유력해지는 상황이기 때문이다. 당장 올해 1분기 순이익 흑자 전환에 이어 연간 매출액 3,791억원, 영업이익 313억원 달성이 무난할 것이라는 판단이다.

무엇보다 중국 수출 앞당겨질 수 있다는 점에 유의

아직 논란이 많지만 올해 차이나모바일의 5G CAPEX 집행 가능성은 높다. 중국 통신 3사간 M/S 경쟁 상황, 미중간 무역분쟁에 따른 중국 장비 업체의 어려운 현실, 4차 산업 경쟁의 핵심으로 떠오른 전세계 각국의 5G 패권 다툼 양상을 감안 시 그렇다. 3/21일 차이나모바일 실적 발표 컨퍼런스를 통해서 밝혀지겠지만 차이나모바일은 올해 하반기 5G 시범서비스, 2020년 상반기 5G 상용서비스 개시가 유력하다. 따라서 올해 4분기부터 본격적으로 5G 투자에 나설 전망이다. 미국 대응 차원에서 자국 업체인 화웨이/ZTE에 발주를 몰아줄 것도 뻔하다. 중국 시장은 미국 시장의 2배에 달한다. KMW의 큰 수혜를 기대해도 좋을 것 같다.

Update

BUY

| TP(12M): 35,000원 | CP(3월 4일): 24,350원

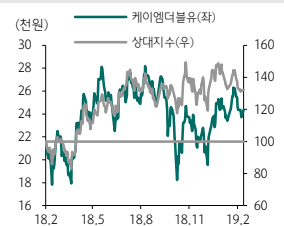
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	748.07
52주 최고/최저(원)	28,171/17,830
시가총액(십억원)	458.0
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	18,810.0
60일 평균 거래량(천주)	123.3
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.05
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	36.74
국민연금	10.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.6 41.8 11.9
상대	4.4 54.4 25.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	300.5	381.1
영업이익(십억원)	(9.1)	30.7
순이익(십억원)	(15.1)	24.4
EPS(원)	(895)	1,297
BPS(원)	2,988	4,308

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	210.5	203.7	312.9	379.1	440.6
영업이익	십억원	(14.5)	(3.0)	(8.7)	31.3	39.4
세전이익	십억원	(11.6)	(7.6)	(13.5)	27.5	35.6
순이익	십억원	3.9	(8.7)	(15.1)	24.8	32.1
EPS	원	235	(518)	(895)	1,316	1,705
증감률	%	흑전	적전	적지	흑전	29.6
PER	배	30.81	N/A	N/A	18.51	14.28
PBR	배	2.00	7.42	8.14	6.05	4.25
EV/EBITDA	배	717.76	68.44	297.18	12.72	10.01
ROE	%	8.96	(17.94)	(29.51)	39.07	34.95
BPS	원	3,612	3,426	2,710	4,026	5,730
DPS	원	0	0	0	0	0

주: CB 회석 기준



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

그림 1. 중국 차이나모바일 2019년 5G CAPEX 집행 가능성이 높다고 판단하는 이유

- 1 중국 통신 3사간 M/S 경쟁 상황 심화, 차이나모바일 M/S 유지 위해 5G 조기 상용화 필요
- 2 미중간 무역 분쟁에 따른 중국 장비 업체의 어려움 현실화, 중국 정부 5G 조기 상용화 요구 커지는 상황
- 3 5G가 4차 산업의 핵심 인프라로 떠오르는 상황, 중국 5G 패권 다툼에서 밀릴 수 없는 입장
- 4 중국 차이나모바일 2019년 가을 5G 시범 서비스 예정이라고 언급

자료: 하나금융투자

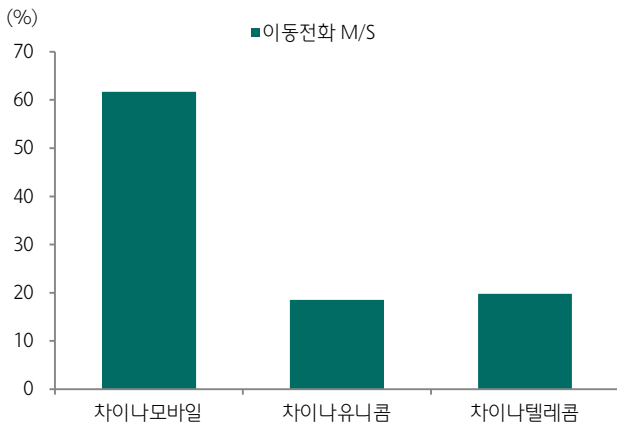
표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	70.4	85.0	86.7	70.8	83.3	89.6	97.7	108.5
영업이익	2.8	(7.4)	(0.7)	(3.4)	3.9	7.3	8.6	11.5
(영업이익률)	4.0	(8.7)	(0.8)	(4.8)	4.7	8.1	8.8	10.6
세전이익	1.0	(7.2)	(1.7)	(5.6)	2.9	6.3	7.7	10.6
순이익	0.7	(7.6)	(2.6)	(5.5)	2.6	5.7	6.9	9.5
(순이익률)	1.0	(8.9)	(3.0)	(7.8)	3.1	6.4	7.1	8.8

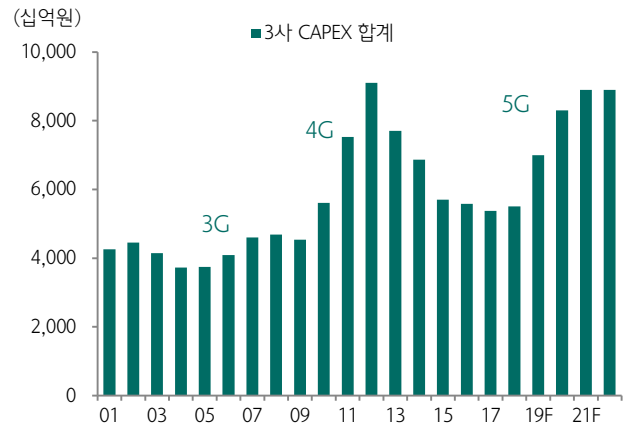
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. 중국 통신 3사 이동전화 M/S 현황



주: 2018년 6월 기준
 자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 국내 통신 3사 CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	210.5	203.7	312.9	379.1	440.6
매출원가	161.5	142.6	242.0	292.8	340.1
매출총이익	49.0	61.1	70.9	86.3	100.5
판매비	63.5	64.2	79.5	55.0	61.1
영업이익	(14.5)	(3.0)	(8.7)	31.3	39.4
금융손익	(7.3)	(8.2)	(3.8)	(2.7)	(2.1)
중속/관계기업손익	0.4	0.1	(0.1)	(0.1)	0.3
기타영업외손익	9.8	3.5	(1.0)	(1.0)	(2.0)
세전이익	(11.6)	(7.6)	(13.5)	27.5	35.6
법인세	3.9	1.1	1.6	2.8	3.7
계속사업이익	(15.6)	(8.7)	(15.1)	24.8	32.0
중단사업이익	19.3	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.7	(8.7)	(15.1)	24.8	32.0
비배주주지분 손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	(0.1)
지배주주순이익	3.9	(8.7)	(15.1)	24.8	32.1
지배주주지분포괄이익	3.6	(13.6)	(14.5)	24.8	32.0
NOPAT	(19.4)	(3.5)	(9.7)	28.2	35.3
EBITDA	0.3	6.9	1.7	40.7	47.9
성장성(%)					
매출액증가율	(4.2)	(3.2)	53.6	21.2	16.2
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	25.2
EBITDA증가율	흑전	2,200.0	(75.4)	2,294.1	17.7
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	25.9
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	29.4
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	29.6
수익성(%)					
매출총이익률	23.3	30.0	22.7	22.8	22.8
EBITDA이익률	0.1	3.4	0.5	10.7	10.9
영업이익률	(6.9)	(1.5)	(2.8)	8.3	8.9
계속사업이익률	(7.4)	(4.3)	(4.8)	6.5	7.3

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	106.6	123.8	149.0	193.6	236.9
금융자산	23.7	22.7	25.9	48.3	88.8
현금성자산	23.3	22.5	25.4	47.5	88.0
매출채권 등	40.1	45.4	54.4	55.0	55.5
재고자산	40.7	53.3	64.0	83.2	84.9
기타유동자산	2.1	2.4	4.7	7.1	7.7
비유동자산	101.7	89.5	102.7	99.2	92.1
투자자산	5.7	5.8	11.2	17.2	18.6
금융자산	0.7	0.7	1.3	2.0	2.2
유형자산	84.8	73.7	82.0	73.5	65.6
무형자산	4.3	4.0	3.5	2.6	2.0
기타비유동자산	6.9	6.0	6.0	5.9	5.9
자산총계	208.3	213.4	251.6	292.8	328.9
유동부채	150.0	140.8	162.3	168.8	170.3
금융부채	85.4	66.2	83.2	83.2	83.2
매입채무 등	60.0	60.5	63.6	69.9	70.6
기타유동부채	4.6	14.1	15.5	15.7	16.5
비유동부채	12.7	21.3	38.4	48.2	51.0
금융부채	2.3	7.9	23.6	25.6	26.6
기타비유동부채	10.4	13.4	14.8	22.6	24.4
부채총계	162.7	162.1	200.7	217.0	221.2
지배주주지분	45.6	51.3	51.0	75.7	107.8
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	48.3	58.8	67.6	67.6	67.6
자본조정	(14.4)	(5.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	5.3	0.1	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	(1.8)	(10.1)	(25.2)	(0.5)	31.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.1)
자본총계	45.6	51.3	51.0	75.7	107.7
손금유부채	64.0	51.3	80.9	60.5	21.0

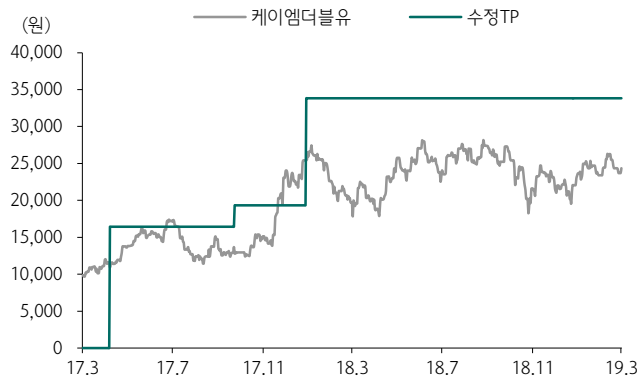
투자지표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	235	(518)	(895)	1,316	1,705
BPS	3,612	3,426	2,710	4,026	5,730
CFPS	563	928	291	2,310	2,642
EBITDAPS	15	414	99	2,166	2,544
SPS	12,552	12,145	18,547	20,154	23,424
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	30.8	N/A	N/A	18.5	14.3
PBR	2.0	7.4	8.1	6.0	4.2
PCFR	12.8	27.4	75.7	10.5	9.2
EV/EBITDA	717.8	68.4	297.2	12.7	10.0
PSR	0.6	2.1	1.2	1.2	1.0
재무비율(%)					
ROE	9.0	(17.9)	(29.5)	39.1	34.9
ROA	1.5	(4.1)	(6.5)	9.1	10.3
ROIC	(13.7)	(3.1)	(7.9)	20.5	25.8
부채비율	357.2	315.9	393.7	286.6	205.4
순부채비율	140.5	100.0	158.7	79.9	19.5
이자보상배율(배)	(2.0)	(0.5)	(1.4)	4.2	5.2

주: CB 회석 기준
 자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	13.7	(7.9)	(20.4)	26.4	40.9
당기순이익	3.7	(8.7)	(15.1)	24.8	32.0
조정	0.6	17.4	13.8	9.4	8.5
감가상각비	14.8	10.0	10.3	9.4	8.5
외환거래손익	(0.5)	1.3	(2.1)	0.0	0.0
지분법손익	(18.5)	(0.1)	0.8	0.0	0.0
기타	4.8	6.2	4.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	9.4	(16.6)	(19.1)	(7.8)	0.4
투자활동 현금흐름	78.6	(0.5)	(23.8)	(6.3)	(1.4)
투자자산감소(증가)	0.4	(0.1)	(5.4)	(6.0)	(1.3)
유형자산감소(증가)	29.7	0.7	(16.6)	0.0	0.0
기타	48.5	(1.1)	(1.8)	(0.3)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(82.0)	7.2	47.2	2.0	1.0
금융부채증가(감소)	(74.9)	(13.6)	32.7	2.0	1.0
자본증가(감소)	0.0	10.5	8.8	0.0	0.0
기타재무활동	(7.1)	10.3	5.7	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	9.8	(1.6)	2.8	22.1	40.5
Unlevered CFO	9.4	15.6	4.9	43.4	49.7
Free Cash Flow	6.9	(13.7)	(37.3)	26.4	40.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.1.2	BUY	33,824		
17.9.27	BUY	19,328	-8.05%	31.50%
17.4.11	BUY	16,429	-14.54%	5.88%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.4%	7.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 3월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 3월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 3월 5일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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 얻어진 것이나, 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.