

케이엠더블유 (032500)

이제 시가총액 5조원은 허상이 아닌 현실로 봐야

매수 유지, 목표가 9만원으로 상향, 고정관념 버려야

KMW 투자의견을 매수로 유지한다. 1) 2분기 어닝 서프라이즈를 기록해 향후 실적 전망 낙관적이고, 2) 3분기/4분기 역시 가파른 이익성장이 예상되며, 3) 필터/시스템 부문에서 큰 폭의 위상 변화가 예상되고, 4) 시장 우려와 달리 2020년 실적 전망 역시 밝으며, 5) 높은 주가 상승에도 불구하고 여전히 Valuation상 매력도가 높기 때문이다. 현재 KMW의 경우엔 기존 고정관념을 깨고 주가 전망에 임할 것을 권고한다. 5G 이론상에서나 가능한 높은 이익 성장을 지속하고 있기 때문이다. 실적 전망치 상향 조정/목표가 산정 대상 시점 변화로 목표가를 9만원으로 61% 상향 조정한다.

2분기 공격적인 당사 추정치에 부합하는 놀라운 실적 기록

2분기 매출액 2,123억원(+ 150% YoY, +80% QoQ), 영업이익 555억원(흑전 YoY, +124% QoQ)으로 당초 하나금융 예상치에 부합하는 우수한 실적을 기록하였다. 다소 공격적으로 비춰지던 당사 실적 전망치에 부합하는 놀라운 실적이었다. 실적 호전 사유는 국내 통신 3사 기지국 투자 급증과 더불어 ZTE를 통한 차이나모바일로의 5G 수출물량 발생 때문이었다. 매출액 증가 폭도 놀라웠지만 영업이익의 증가 폭은 더 경이로웠는데 업종 특성상 매출원이 부담이 낮고 고정비 부담 경감 효과가 크게 나타났기 때문이었다.

3분기/4분기 이익 증가는 엄연한 현실, 국내/중국 감안해야

KMW는 3분기와 4분기에도 높은 영업이익의 성장이 예상된다. 국내 상반기 5G 기지국 설치가 당초 예정보다 미흡함에 따라 하반기 기지국 투자 증대가 기대되며, 중국 통신사 투자 계획/5G 상용화 일정을 감안할 때 3분기 말부터는 중국 ZTE로의 수출 물량 급증이 예상되기 때문이다. 4분기엔 분기 905억원에 달하는 영업이익의 달성이 가능할 것이라 판단이다.

이젠 2020년 영업이익 3,324억원 예상한 투자 전략 절실

보수적으로 봐도 2020년엔 연간 3,324억의 영업이익 달성이 예상된다. 아직 적응하기 어려운 투자자들이 있겠지만 기존 삼성전자 1등 공급업체에서 이젠 노키아/ZTE 1등 공급업체로서의 위상 변화가 예상되고, 연간 1억대에 달하는 필터 생산 CAPA를 확보함에 따라 충분히 달성 가능한 수치이다. 국내 초고주파수 투자 확대, 중국/일본/미국 5G 투자 본격화, 필터/시스템 장비 공급처 확대 양상 등을 감안할 때 2020년에도 가파른 이익 성장이 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 90,000원(상향) | CP(8월 13일): 54,500원

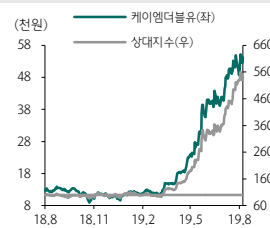
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	590.75
52주 최고/최저(원)	55,400/9,125
시가총액(십억원)	2,119.8
시가총액비중(%)	1.03
발행주식수(천주)	39,472.1
60일 평균 거래량(천주)	1,082.5
60일 평균 거래대금(십억원)	46.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	7.47
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	35.53
미래에셋자산운용 외 2인	8.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.3 314.4 330.5
상대	30.6 419.1 450.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	653.0	827.8
영업이익(십억원)	137.8	180.0
순이익(십억원)	110.1	143.3
EPS(원)	2,855	3,630
BPS(원)	4,743	7,912

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.7	296.3	876.3	1,129.1	1,257.9
영업이익	십억원	(3.0)	(26.2)	242.3	332.4	382.7
세전이익	십억원	(7.6)	(29.8)	237.4	329.6	383.3
순이익	십억원	(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0
EPS	원	(259)	(927)	4,962	6,513	7,574
증감률	%	적전	적지	흑전	31.3	16.3
PER	배	N/A	N/A	10.98	8.37	7.20
PBR	배	7.42	4.77	7.62	3.99	2.57
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	7.32	4.66	3.32
ROE	%	(17.94)	(45.51)	103.91	62.57	43.40
BPS	원	1,713	2,311	7,153	13,666	21,240
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

표 1. KMW의 분기별 수익 예상

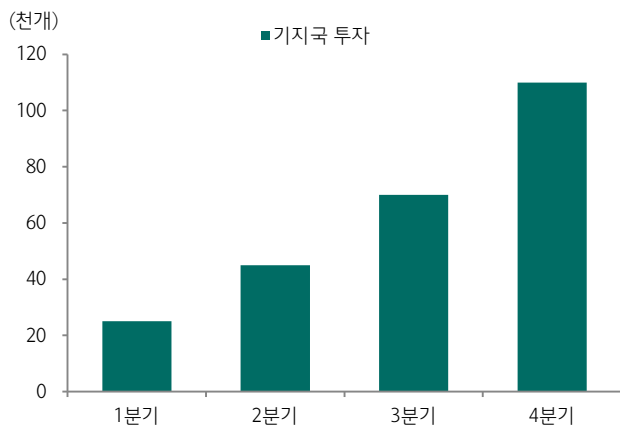
(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
매출액	70.4	85.0	86.7	54.2	118.2	212.3	250.3	295.5
영업이익	2.8	(7.4)	(0.7)	(21.0)	24.8	55.5	71.5	90.5
(영업이익률)	4.0	(8.7)	(0.8)	(38.8)	21.0	26.1	28.6	30.6
세전이익	1.0	(7.2)	(1.7)	(21.8)	25.7	53.1	69.6	89.0
순이익	0.7	(7.6)	(2.6)	(21.8)	21.4	43.2	55.7	71.2
(순이익률)	1.0	(9.0)	(3.0)	(40.2)	18.1	20.3	22.3	24.1

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

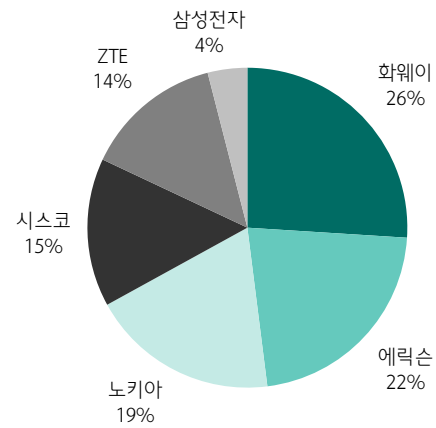
자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. 국내 통신 3사 2019년 분기별 기지국 투자 전망



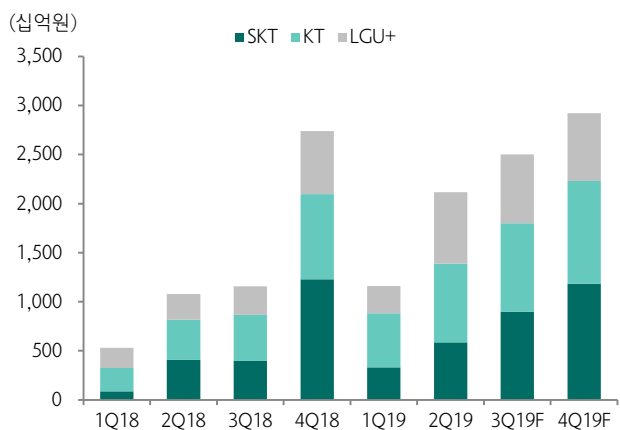
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 SI 업체 유무선 M/S 현황



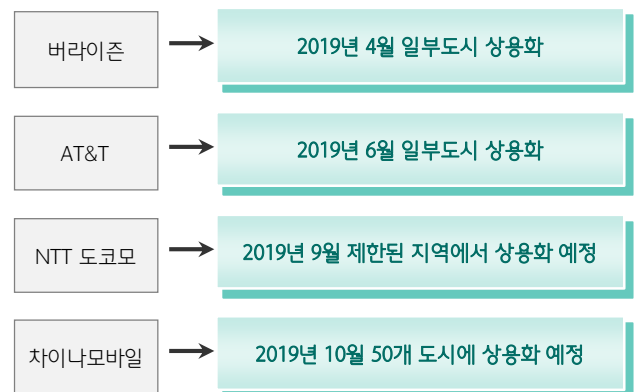
자료: 델로그룹, 하나금융투자

그림 3. 국내 통신 3사 분기별 CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 전세계 주요 통신사 5G 상용화 일정



자료: 각사, 하나금융투자

주정 재무제표

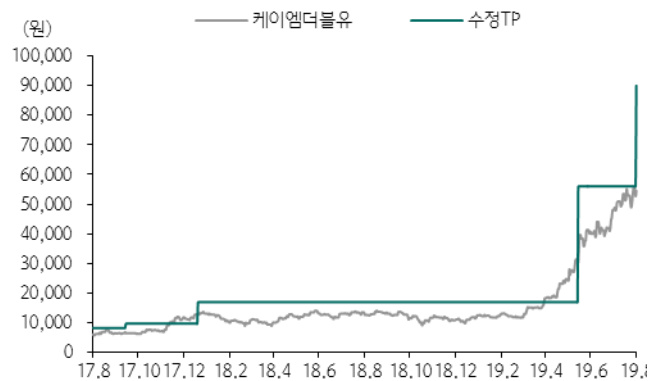
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.7	296.3	876.3	1,129.1	1,257.9
매출원가	142.6	236.0	484.6	635.1	707.9
매출총이익	61.1	60.3	391.7	494.0	550.0
판매비	64.2	86.5	149.4	161.6	167.3
영업이익	(3.0)	(26.2)	242.3	332.4	382.7
금융손익	(8.2)	(3.4)	(6.3)	(3.6)	0.4
중속/관계기업손익	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3
기타영업외손익	3.5	(0.2)	1.0	0.5	(0.1)
세전이익	(7.6)	(29.8)	237.4	329.6	383.3
법인세	1.1	1.5	45.9	72.5	84.3
계속사업이익	(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0
지배주주지분포괄이익	(13.6)	(30.2)	193.4	257.1	299.0
NOPAT	(3.5)	(27.6)	195.5	259.3	298.5
EBITDA	6.9	(16.6)	257.8	345.4	391.7
성장성(%)					
매출액증가율	(3.2)	45.5	195.7	28.8	11.4
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	32.6	15.1
EBITDA증가율	2,200.0	적전	흑전	34.0	13.4
영업이익증가율	적지	적지	흑전	37.2	15.1
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	34.3	16.3
EPS증가율	적전	적지	흑전	31.3	16.3
수익성(%)					
매출총이익률	30.0	20.4	44.7	43.8	43.7
EBITDA이익률	3.4	(5.6)	29.4	30.6	31.1
영업이익률	(1.5)	(8.8)	27.7	29.4	30.4
계속사업이익률	(4.3)	(10.6)	21.9	22.8	23.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(259)	(927)	4,962	6,513	7,574
BPS	1,713	2,311	7,153	13,666	21,240
CFPS	464	(229)	6,701	8,658	9,786
EBITDAPS	207	(492)	6,681	8,749	9,924
SPS	6,073	8,781	22,710	28,605	31,868
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	11.0	8.4	7.2
PBR	7.4	4.8	7.6	4.0	2.6
PCFR	27.4	N/A	8.1	6.3	5.6
EV/EBITDA	68.4	N/A	7.3	4.7	3.3
PSR	2.1	1.3	2.4	1.9	1.7
재무비율(%)					
ROE	(17.9)	(45.5)	103.9	62.6	43.4
ROA	(4.1)	(12.9)	44.1	35.1	29.0
ROIC	(3.1)	(21.8)	130.7	172.2	172.7
부채비율	315.9	217.2	110.8	61.2	42.3
순부채비율	100.0	43.8	(82.2)	(94.4)	(97.9)
이자보상배율(배)	(0.5)	(4.1)	40.8	50.2	56.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	123.8	173.1	485.4	770.4	979.2
금융자산	22.7	54.1	336.5	617.8	932.9
현금성자산	22.5	53.6	333.8	614.8	929.7
매출채권 등	45.4	63.4	64.1	64.7	70.9
재고자산	53.3	52.3	68.0	69.4	76.0
기타유동자산	2.4	3.3	16.8	18.5	(100.6)
비유동자산	89.5	100.4	109.9	99.2	92.7
투자자산	5.8	5.1	24.9	27.2	29.7
금융자산	0.7	0.1	0.3	0.4	0.4
유형자산	73.7	88.0	78.3	66.1	57.5
무형자산	4.0	3.1	2.4	1.7	1.2
기타비유동자산	6.0	4.2	4.3	4.2	4.3
자산총계	213.4	273.5	595.3	869.6	1,192.7
유동부채	140.8	163.0	183.5	187.6	191.4
금융부채	66.2	90.8	101.4	104.5	107.8
매입채무 등	60.5	66.1	72.7	73.5	80.5
기타유동부채	14.1	6.1	9.4	9.6	3.1
비유동부채	21.3	24.3	129.5	142.5	134.5
금융부채	7.9	1.1	3.0	4.0	4.0
기타비유동부채	13.4	23.2	126.5	138.5	130.5
부채총계	162.1	187.3	312.9	330.1	354.3
지배주주지분	51.3	86.2	282.3	539.4	838.4
자본금	8.1	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	58.8	117.1	119.1	119.1	119.1
자본조정	(5.5)	(0.1)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
기타포괄이익누계액	0.1	1.2	3.1	3.1	3.1
이익잉여금	(10.1)	(41.4)	153.3	410.4	709.3
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	51.3	86.2	282.3	539.4	838.4
순금융부채	51.3	37.8	(232.0)	(509.3)	(821.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.9)	(37.4)	289.2	279.6	314.3
당기순이익	(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0
조정	17.4	18.0	21.4	13.0	9.0
감가상각비	10.0	9.6	15.5	13.0	9.0
외환거래손익	1.3	(3.4)	0.3	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.7	(0.1)	0.0	0.0
기타	6.2	11.1	5.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(16.6)	(24.1)	76.3	9.5	6.3
투자활동 현금흐름	(0.5)	(21.9)	(24.2)	(2.6)	(2.8)
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.7	(19.7)	(2.3)	(2.5)
유형자산감소(증가)	0.7	(20.4)	(2.0)	0.0	0.0
기타	(1.1)	(2.2)	(2.5)	(0.3)	(0.3)
재무활동 현금흐름	7.2	90.1	15.2	4.1	3.4
금융부채증가(감소)	(13.6)	17.8	12.6	4.1	3.4
자본증가(감소)	10.5	59.6	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	10.3	12.7	0.6	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1.6)	31.1	280.1	281.0	314.8
Unlevered CFO	15.6	(7.7)	258.6	341.7	386.3
Free Cash Flow	(13.7)	(58.3)	287.0	279.6	314.3

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.14	BUY	90,000		
19.5.28	BUY	56,000	-20.01%	-1.07%
18.1.2	BUY	16,912	-22.93%	85.67%
17.9.27	BUY	9,664	-8.05%	31.50%
17.6.28	BUY	8,214	-16.05%	5.88%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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(매도)_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(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 12일

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 08월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 08월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.