



2019년 8월 14일 | Equity Research

하나금융그룹

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 하나금투 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 영업이익 증가 폭은 더 경이로웠는데 업종 특성상 매출원가 부담이 낮고 고정비 부담 경감 효과가 크게 나타났기 때문이었다.

3분기/4분기 이익 증가는 염연한 현실, 국내/중국 감안해야

KMW는 3분기와 4분기에도 높은 영업이익 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 영업이익 달성이 가능할 것이라 판단이다.

이젠 2020년 영업이익 3,324억원 예상한 투자 전략 절실

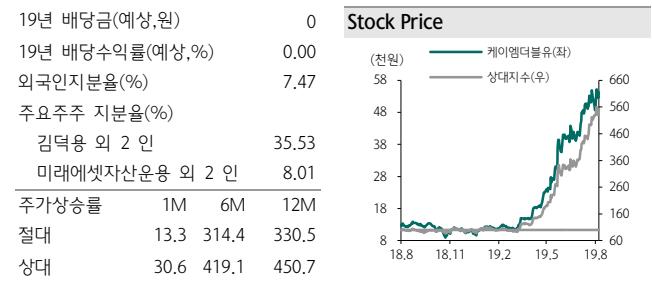
보수적으로 봐도 2020년엔 연간 3,324억의 영업이익 달성이 예상된다. 아직 적응하기 어려운 투자자들이 있겠지만 기존 삼성전자 1등 공급업체에서 이젠 노키아/ZTE 1등 공급업체로서의 위상 변화가 예상되고, 연간 1억대에 달하는 필터 생산 CAPA를 확보함에 따라 충분히 달성 가능한 수치이다. 국내 초고주파수 투자 확대, 중국/일본/미국 5G 투자 본격화, 필터/시스템 장비 공급처 확대 양상 등을 감안할 때 2020년에도 가파른 이익 성장이 기대된다.

Update

BUY

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

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	590.75		
52주 최고/최저(원)	55,400/9,125	매출액(십억원)	653.0 827.8
시가총액(십억원)	2,119.8	영업이익(십억원)	137.8 180.0
시가총액비중(%)	1.03	순이익(십억원)	110.1 143.3
발행주식수(천주)	39,472.1	EPS(원)	2,855 3,630
60일 평균 거래량(천주)	1,082.5	BPS(원)	4,743 7,912
60일 평균 거래금액(십억원)	46.8		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	7.47		
주요주주 지분율(%)			
김덕용 외 2 인	35.53		
미래에셋자산운용 외 2 인	8.01		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	13.3 314.4 330.5		
상대	30.6 419.1 450.7		



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

하나금융투자

표 1. KMW의 분기별 수익 예상

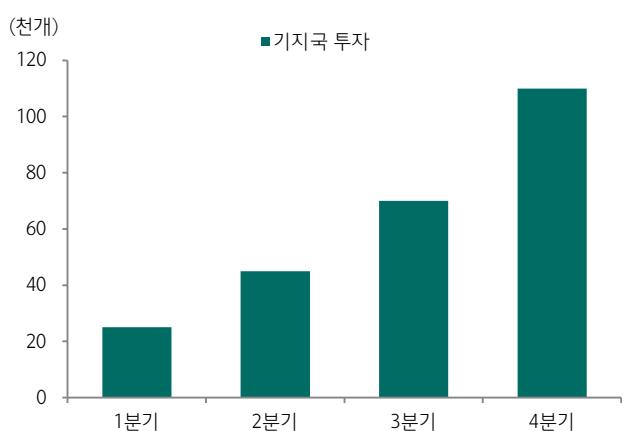
(단위: 십억원, %)

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 (영업이익률)	2.8 4.0	(7.4) (8.7)	(0.7) (0.8)	(21.0) (38.8)	24.8 21.0	55.5 26.1	71.5 28.6	90.5 30.6
세전이익	1.0	(7.2)	(1.7)	(21.8)	25.7	53.1	69.6	89.0
순이익 (순이익률)	0.7 1.0	(7.6) (9.0)	(2.6) (3.0)	(21.8) (40.2)	21.4 18.1	43.2 20.3	55.7 22.3	71.2 24.1

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

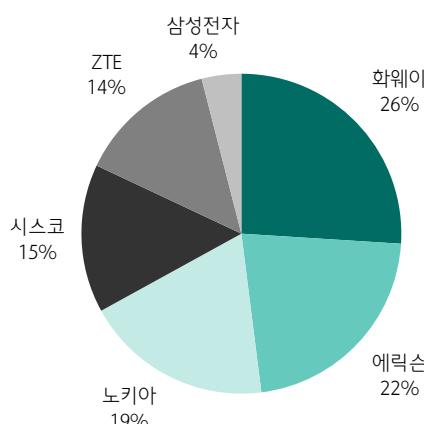
자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. 국내 통신 3사 2019년 분기별 기지국 투자 전망



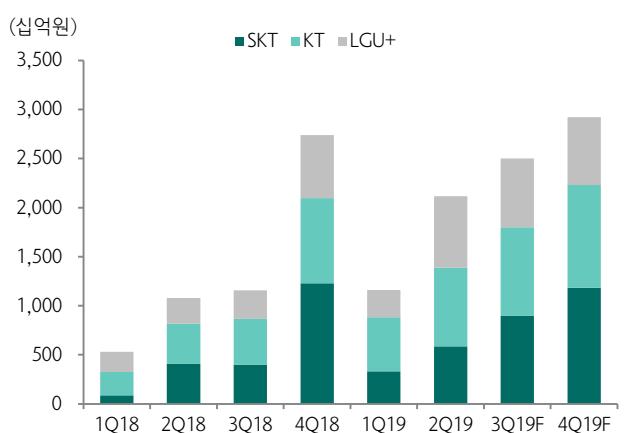
자료: 과기부, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 SI 업체 유무선 M/S 현황



자료: 델오로그룹, 하나금융투자

그림 3. 국내 통신 3사 분기별 CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 전세계 주요 통신사 5G 상용화 일정



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

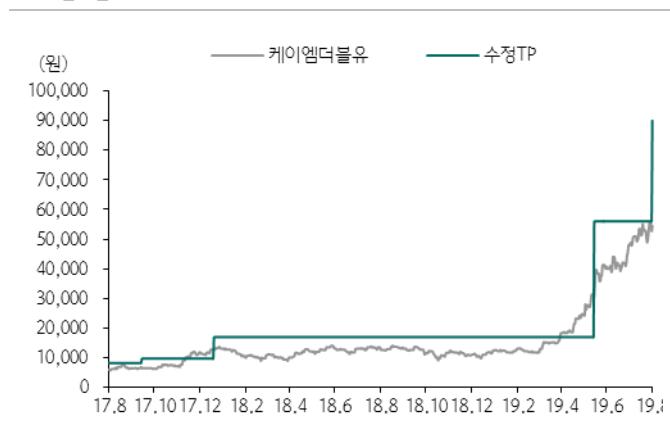
손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)					
		2017	2018	2019F	2020F	2021F			2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액		203.7	296.3	876.3	1,129.1	1,257.9	유동자산		123.8	173.1	485.4	770.4	979.2	
매출원가		142.6	236.0	484.6	635.1	707.9	금융자산		22.7	54.1	336.5	617.8	932.9	
매출총이익		61.1	60.3	391.7	494.0	550.0	현금성자산		22.5	53.6	333.8	614.8	929.7	
판관비		64.2	86.5	149.4	161.6	167.3	매출채권 등		45.4	63.4	64.1	64.7	70.9	
영업이익		(3.0)	(26.2)	242.3	332.4	382.7	재고자산		53.3	52.3	68.0	69.4	76.0	
금융순익		(8.2)	(3.4)	(6.3)	(3.6)	0.4	기타유동자산		2.4	3.3	16.8	18.5	(100.6)	
종속/관계기업순익		0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	비유동자산		89.5	100.4	109.9	99.2	92.7	
기타영업외순익		3.5	(0.2)	1.0	0.5	(0.1)	투자자산		5.8	5.1	24.9	27.2	29.7	
세전이익		(7.6)	(29.8)	237.4	329.6	383.3	금융자산		0.7	0.1	0.3	0.4	0.4	
법인세		1.1	1.5	45.9	72.5	84.3	유형자산		73.7	88.0	78.3	66.1	57.5	
계속사업이익		(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0	무형자산		4.0	3.1	2.4	1.7	1.2	
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	기타비유동자산		6.0	4.2	4.3	4.2	4.3	
당기순이익		(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0	자산총계		213.4	273.5	595.3	869.6	1,192.7	
비지배주주지분 순이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	유동부채		140.8	163.0	183.5	187.6	191.4	
지배주주순이익		(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0	금융부채		66.2	90.8	101.4	104.5	107.8	
지배주주지분포괄이익		(13.6)	(30.2)	193.4	257.1	299.0	매입채무 등		60.5	66.1	72.7	73.5	80.5	
NOPAT		(3.5)	(27.6)	195.5	259.3	298.5	기타유동부채		14.1	6.1	9.4	9.6	3.1	
EBITDA		6.9	(16.6)	257.8	345.4	391.7	비유동부채		21.3	24.3	129.5	142.5	134.5	
성장성(%)							금융부채		7.9	1.1	3.0	4.0	4.0	
매출액증가율		(3.2)	45.5	195.7	28.8	11.4	기타비유동부채		13.4	23.2	126.5	138.5	130.5	
NOPAT증가율		적지	적지	흑전	32.6	15.1	부채총계		162.1	187.3	312.9	330.1	354.3	
EBITDA증가율		2,200.0	적전	흑전	34.0	13.4	지배주주지분		51.3	86.2	282.3	539.4	838.4	
영업이익증가율		적지	적지	흑전	37.2	15.1	자본금		8.1	9.4	9.4	9.4	9.4	
(지배주주)순이익증가율		적전	적지	흑전	34.3	16.3	자본잉여금		58.8	117.1	119.1	119.1	119.1	
EPS증가율		적전	적지	흑전	31.3	16.3	자본조정		(5.5)	(0.1)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	
수익성(%)							기타포괄이익누계액		0.1	1.2	3.1	3.1	3.1	
매출총이익률		30.0	20.4	44.7	43.8	43.7	이익잉여금		(10.1)	(41.4)	153.3	410.4	709.3	
EBITDA이익률		3.4	(5.6)	29.4	30.6	31.1	비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
영업이익률		(1.5)	(8.8)	27.7	29.4	30.4	자본총계		51.3	86.2	282.3	539.4	838.4	
계속사업이익률		(4.3)	(10.6)	21.9	22.8	23.8	순금융부채		51.3	37.8	(232.0)	(509.3)	(821.0)	
투자지표											현금흐름표			
		2017	2018	2019F	2020F	2021F						(단위: 십억원)		
주당지표(원)							영업활동 현금흐름		(7.9)	(37.4)	289.2	279.6	314.3	
EPS		(259)	(927)	4,962	6,513	7,574	당기순이익		(8.7)	(31.3)	191.5	257.1	299.0	
BPS		1,713	2,311	7,153	13,666	21,240	조정		17.4	18.0	21.4	13.0	9.0	
CFPS		464	(229)	6,701	8,658	9,786	감가상각비		10.0	9.6	15.5	13.0	9.0	
EBITDAPS		207	(492)	6,681	8,749	9,924	외환거래손익		1.3	(3.4)	0.3	0.0	0.0	
SPS		6,073	8,781	22,710	28,605	31,868	지분법손익		(0.1)	0.7	(0.1)	0.0	0.0	
DPS		0	0	0	0	0	기타		6.2	11.1	5.7	0.0	0.0	
주가지표(배)							영업활동	자산부채	(16.6)	(24.1)	76.3	9.5	6.3	
PER		N/A	N/A	11.0	8.4	7.2	변동							
PBR		7.4	4.8	7.6	4.0	2.6	투자활동 현금흐름		(0.5)	(21.9)	(24.2)	(2.6)	(2.8)	
PCFR		27.4	N/A	8.1	6.3	5.6	투자자산감소(증가)		(0.1)	0.7	(19.7)	(2.3)	(2.5)	
EV/EBITDA		68.4	N/A	7.3	4.7	3.3	유형자산감소(증가)		0.7	(20.4)	(2.0)	0.0	0.0	
PSR		2.1	1.3	2.4	1.9	1.7	기타		(1.1)	(2.2)	(2.5)	(0.3)	(0.3)	
재무비율(%)							재무활동 현금흐름		7.2	90.1	15.2	4.1	3.4	
ROE		(17.9)	(45.5)	103.9	62.6	43.4	금융부채증가(감소)		(13.6)	17.8	12.6	4.1	3.4	
ROA		(4.1)	(12.9)	44.1	35.1	29.0	자본증가(감소)		10.5	59.6	2.0	0.0	0.0	
ROIC		(3.1)	(21.8)	130.7	172.2	172.7	기타재무활동		10.3	12.7	0.6	0.0	0.0	
부채비율		315.9	217.2	110.8	61.2	42.3	배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
순부채비율		100.0	43.8	(82.2)	(94.4)	(97.9)	현금의 증감		(1.6)	31.1	280.1	281.0	314.8	
이자보상배율(배)		(0.5)	(4.1)	40.8	50.2	56.1	Unlevered CFO		15.6	(7.7)	258.6	341.7	386.3	
											Free Cash Flow			
											(13.7)			

자료: 하나금융투자



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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 투자의견 비율공시

- 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(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 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 08월 14일 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 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.