

케이엠더블유 (032500)

각종 루머에 휘둘리지 말고 펀더멘탈에 충실, 여전히 갈 길 멀다.

매수/목표가 9만원 유지, 내년 실적 전망치 상향 조정 예정

KMW 투자의견을 매수로 유지한다. 1) 국내 통신 3사 CAPEX 규모를 감안할 때 3분기 및 4분기에도 높은 이익 성장이 유력하고, 2) 10월 중국 차이나모바일 5G 서비스 개시, 9월 말 일본 NTT docomo 3개 도시 5G 사전서비스 개시 및 내년 3월 전국망 구축 계획을 감안 시 금년 말 이후 중국/일본 지역에서의 집중 수혜가 예상되며, 3) 노키아를 통한 미국 수출 물량 증가가 기대되고, 4) 장기간에 걸친 글로벌 업계 구조 조정으로 인해 지지국 장비 수급 상황이 어느 때보다 양호한 상황이며, 5) 높은 주가 상승에도 불구하고 가파른 이익 성장 지속 전망으로 여전히 실적대비 극히 저평가된 것으로 판단되기 때문이다. 목표주가를 기존의 9만원으로 유지하지만 노키아/ZTE로의 수출 물량이 당초 예상치를 크게 상회할 가능성이 높아지고 있어 향후 이익 전망치 상향 조정과 함께 목표가 상향 조정이 이루어질 수 있음을 미리 밝혀둔다.

높은 주가 상승이 과도한 우려를 유발, 현실 직시해야

최근 KMW에 대한 각종 우려가 도를 넘고 있다. 중국 통신사 지지국 공유 추진, ZTE의 차이나모바일 벤더 내 M/S 하락 가능성에 이어 금주엔 특사경 애널리스트 선행 매매 KMW 연루 보도까지 나오는 양상이다. 근본적인 이유는 단기 높은 주가 상승 때문인데 전략상 현재의 노이즈를 즐기면서 비중 확대의 기회로 삼을 것을 권한다. 중국 통신 사업자간 지지국 공유는 현실적으로 후발 사업자간 공유, 지방 위주로 제한될 수 밖에 없어 KMW에 미칠 영향이 극히 미미하고, 안정적인 물량 공급이 필요함을 감안할 때 차이나모바일 벤더 내 ZTE M/S 하락 가능성이 희박하며, 일부 언론사의 특사경 증권사 KMW 불공정거래행위 조사 보도는 완벽한 허위 사실 유포에 불과하기 때문이다. 현 시점에서는 본질에 충실한 투자 자세를 견지할 필요가 있다는 판단이다.

올해는 국내, 내년은 중국 기대, 가파른 이익 성장 지속 전망

수 많은 논란에도 불구하고 KMW는 높은 이익 성장을 지속할 것으로 보인다. 올해는 국내 수급이 KMW 실적 호전을 이끌었다면 내년엔 중국/미국/일본 수출이 가파른 실적 향상 추세를 이끌 전망이다. 노키아/ZTE/삼성전자를 비롯한 납품업체들 수급 동향과 해외 통신사 5G 상용화 일정을 감안 시 이젠 서서히 KMW의 2020년 매출액 1.5조원 이상 달성 여부를 따져봐야 할 시점이라는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 90,000원 | CP(9월 19일): 72,000원

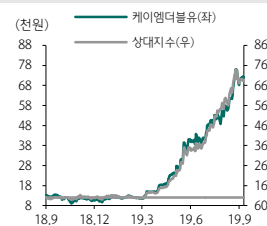
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	645.71
52주 최고/최저(원)	76,200/9,125
시가총액(십억원)	2,862.3
시가총액비중(%)	1.27
발행주식수(천주)	39,754.4
60일 평균 거래량(천주)	1,119.6
60일 평균 거래대금(십억원)	62.2
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.63
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	35.60
미래에셋자산운용 외 2인	7.84
주가상승률	1M 6M 12M
절대	29.5 400.9 470.9
상대	19.3 480.9 631.1

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	808.6	1,107.4
영업이익(십억원)	203.2	275.6
순이익(십억원)	161.1	216.9
EPS(원)	4,153	5,423
BPS(원)	6,314	11,624

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	14.51	11.05	9.51
PBR	배	7.42	4.77	10.07	5.27	3.39
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	10.20	6.81	5.21
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

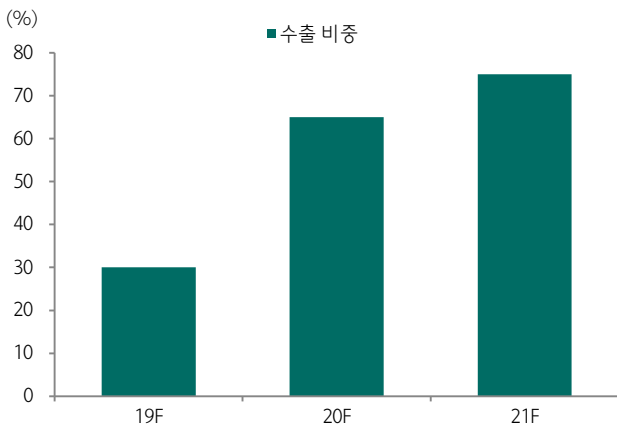
표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(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

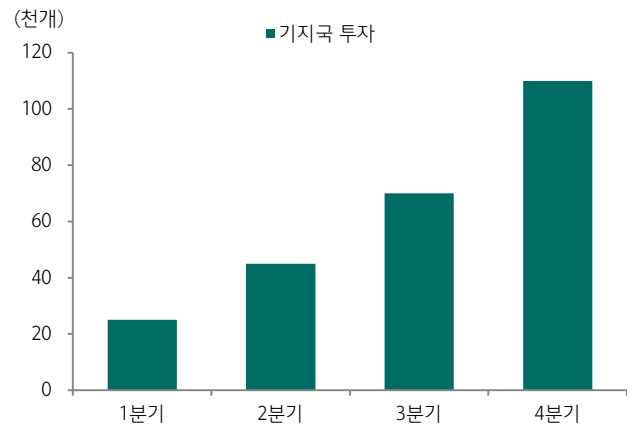
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. KMW 수출 비중 전망



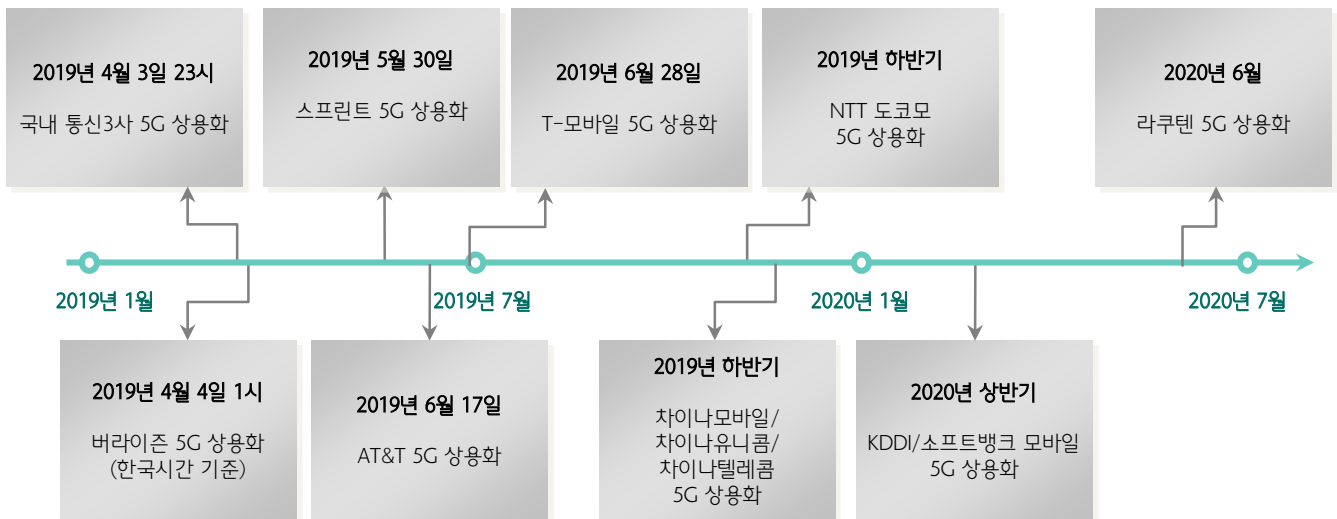
자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. 국내 통신 3사 2019년 분기별 기지국 투자 전망



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 3. 미국/중국/일본 통신사들의 5G 상용화 시점



자료: 언론보도, 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

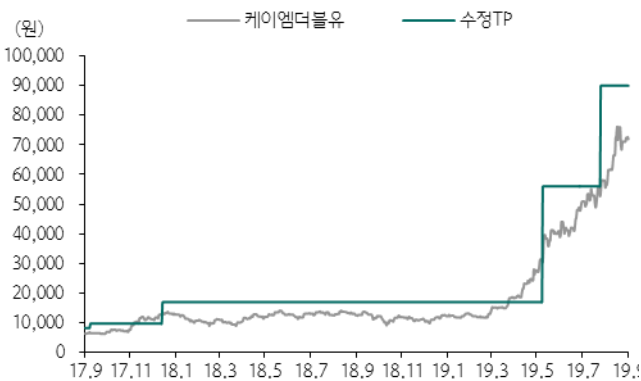
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.7	296.3	876.3	1,129.1	1,257.9
매출원가	142.6	236.0	484.6	635.1	707.9
매출총이익	61.1	60.3	391.7	494.0	550.0
판매비	64.2	86.5	149.4	161.6	167.3
영업이익	(3.0)	(26.2)	242.3	332.4	382.7
금융손익	(8.2)	(3.4)	(6.3)	(3.6)	0.4
중속/관계기업손익	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3
기타영업외손익	3.5	(0.2)	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 순이익	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
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	14.5	11.1	9.5
PBR	7.4	4.8	10.1	5.3	3.4
PCFR	27.4	N/A	10.7	8.3	7.4
EV/EBITDA	68.4	N/A	10.2	6.8	5.2
PSR	2.1	1.3	3.2	2.5	2.3
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
비지배주주지분	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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자의견	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 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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 18일

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 09월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 09월 20일 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.