



하나금융그룹

2019년 10월 24일 | Equity Research

# 케이엠더블유 (032500)

## 28GHz/중국 우려 과도, 실적만 보고 달려갈 시기

### 매수/TP 9만원 유지, 3Q 실적 바탕으로 TP 상향 검토 예정

KMW 투자 의견을 매수로 유지하며 네트워크장비 업종 내 Top Picks로 제시한다. 1) 중국 차이나모바일 5G 상용화가 지연되고 있으나 현재 예약가입자가 600만명에 달한다는 점을 감안 시 늦어도 올해 12월엔 상용화 가능성이 높고, 2) 삼성전자 28GHz 장비 개발 성공과 상관없이 향후에도 5G 옥외형 시장은 3.5GHz 위주로 이루어질 전망이며, 3) 내년에도 높은 이익 성장 추세가 지속될 것이 유력하고, 4) 5G 투자 지연 효과로 2020년에도 국내 통신 3사 CAPEX 규모가 올해 수준을 유지할 공산이 크며, 5) 올해가 내수를 통한 성장기였다면 내년엔 중국/일본/미국 시장에서 노키아, ZTE, 후지쯔를 통한 팔목할만한 성장을 구가할 것으로 판단되기 때문이다. 12개월 목표주가는 9만원을 유지하며 향후 3Q 실적을 바탕으로 TP 상향을 검토할 예정임을 밝혀 둔다.

### 28GHz 조기 사용 악재로 판단 불가, 셀 사이트 증가 불가피

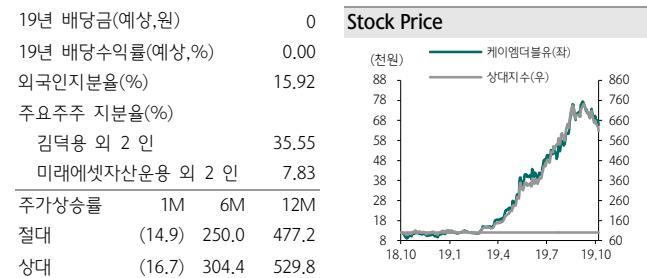
하나금융투자 예상대로 28GHz 대역 투자가 2020년 하반기 이루어질 가능성이 높아지고 있다. 전일 삼성전자가 28GHz대역을 지원하는 5G 통합형 기지국 상용화 장비를 출시하였으며, 최근 국내 통신 3사가 2020년 3분기부터 28GHz대역 주파수 상각에 나설 것으로 언급하고 있기 때문이다. 그런데 일부 투자자들을 중심으로 28GHz 조기 사용에 따른 KMW의 피해 가능성을 우려하는 목소리가 높다. 28GHz대역에선 통신사 망운용 형태가 변화할 수 있고 글로벌 SI업체들의 아웃소싱 비율이 줄어들 수 있다는 우려다. 하지만 28GHz 대역 활용 및 5G SA로의 전화가 KMW의 악재로 작용할 가능성은 희박하다. 현실적으로 5G가 IoT로의 전화를 시도 할 때 자율차/스마트시티는 3.5GHz대역으로 운용될 가능성이 높고, 28GHz 주파수 대역은 특정 핫스폿을 커버하기 위한 휴대폰 서비스 목적으로 운용될 가능성이 높기 때문이다. 결국 28GHz대역은 커버리지 확장보다는 특정지역 트래픽 소화 목적으로 와이파이처럼 사용될 공산이 크다. 극단적으로 28GHz대역을 전국 단위로 확대할 것이라고 생각하는 투자자들이 있는데 사실상 가능성은 제로에 가깝다. 장비 투자 가격도 문제지만 셀사이트 증가에 따른 통신사 운용비용 폭증이 불가피하기 때문이다. 오히려 28GHz대역 장비 등장에 따른 3.5GHz대역 조기 전국망 확대, 트래픽 증가에 따른 설치 기지국수의 증가가 예상되어 고주파수 활용도 증가에 따른 KMW 수혜가 더 크게 나타날 전망이다.

Update

BUY

TP(12M): 90,000원 | CP(10월 23일): 65,800원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	658.98		
52주 최고/최저(원)	77,700/9,125	매출액(십억원)	808.6 1,107.4
시가총액(십억원)	2,619.1	영업이익(십억원)	203.2 275.6
시가총액비중(%)	1.13	순이익(십억원)	161.1 216.9
발행주식수(천주)	39,803.3	EPS(원)	4,152 5,416
60일 평균 거래량(천주)	1,014.7	BPS(원)	6,307 11,610
60일 평균 거래대금(십억원)	65.7		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	15.92		
주요주주 지분율(%)			
김덕용 외 2인	35.55		
미래에셋자산운용 외 2인	7.83		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(14.9) 250.0 477.2		
상대	(16.7) 304.4 529.8		



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	13.26	10.10	8.69
PBR	배	7.42	4.77	9.20	4.81	3.10
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	9.26	6.11	4.59
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

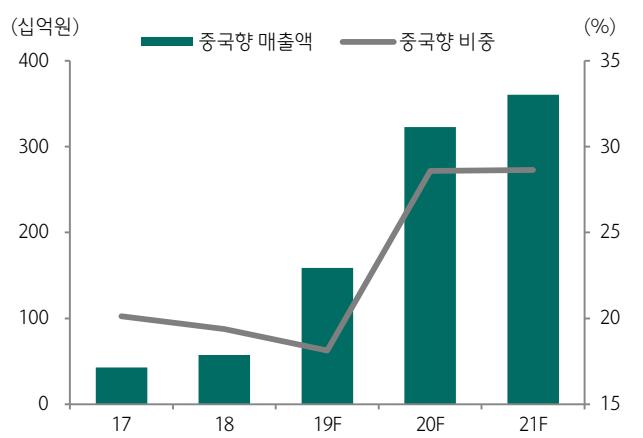
(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	118.2	212.3	250.3	295.5	251.2	263.2	291.1	323.6
영업이익	24.8	55.5	71.5	90.5	69.9	73.4	88.6	100.5
(영업이익률)	21.0	26.1	28.6	30.6	27.8	27.9	30.4	31.1
세전이익	25.7	53.1	69.6	89.0	68.6	72.5	88.1	100.4
순이익	21.4	43.2	55.7	71.2	53.5	56.6	68.7	78.3
(순이익률)	18.1	20.3	22.3	24.1	21.3	21.5	23.6	24.2

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

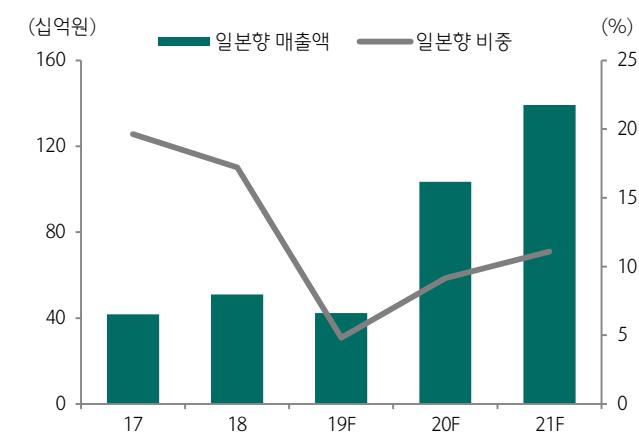
자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. KMW 중국 매출액 전망 및 비중 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. KMW 일본 매출액 전망 및 비중 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 3. 28GHz 대역 조기 사용이 KMW에 악재라고 판단하기 어려운 이유

- 1 28GHz 대역은 핫스폿 위주로 사용될 공산이 큼
- 2 커버리지 문제로 IoT(자율차/스마트시티)에 28GHz 적용 어려움
- 3 3.5GHz 대역 전국망 촉진할 가능성 높음
- 4 28GHz 대역 사용에 따른 셀사이트 급증 시 통신사 OPEX 폭증

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>203.7</b>	<b>296.3</b>	<b>876.3</b>	<b>1,129.1</b>	<b>1,257.9</b>
매출원가	142.6	236.0	484.6	635.1	707.9
매출총이익	61.1	60.3	391.7	494.0	550.0
판관비	64.2	86.5	149.4	161.6	167.3
<b>영업이익</b>	<b>(3.0)</b>	<b>(26.2)</b>	<b>242.3</b>	<b>332.4</b>	<b>382.7</b>
금융순익	(8.2)	(3.4)	(6.3)	(3.6)	0.4
종속/관계기업순익	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3
기타영업외순익	3.5	(0.2)	1.0	0.5	(0.1)
<b>세전이익</b>	<b>(7.6)</b>	<b>(29.8)</b>	<b>237.4</b>	<b>329.6</b>	<b>383.3</b>
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
<b>당기순이익</b>	<b>(8.7)</b>	<b>(31.3)</b>	<b>191.5</b>	<b>257.1</b>	<b>299.0</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(8.7)</b>	<b>(31.3)</b>	<b>191.5</b>	<b>257.1</b>	<b>299.0</b>
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
<b>성장성(%)</b>					
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
<b>수익성(%)</b>					
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
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	13.3	10.1	8.7
PBR	7.4	4.8	9.2	4.8	3.1
PCFR	27.4	N/A	9.8	7.6	6.7
EV/EBITDA	68.4	N/A	9.3	6.1	4.6
PSR	2.1	1.3	2.9	2.3	2.1
<b>재무비율(%)</b>					
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

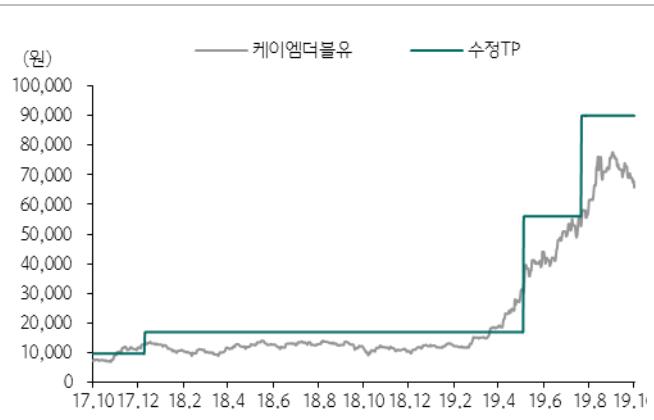
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>123.8</b>	<b>173.1</b>	<b>485.4</b>	<b>770.4</b>	<b>979.2</b>
금융자산	22.7	54.1	336.5	617.8	932.9
현금성자산	22.5	53.6	333.8	614.8	929.7
매출채권 등	45.4	63.4	64.1	64.7	70.9
재고자산	53.3	52.3	68.0	69.4	76.0
기타유동자산	2.4	3.3	16.8	18.5	(100.6)
<b>비유동자산</b>	<b>89.5</b>	<b>100.4</b>	<b>109.9</b>	<b>99.2</b>	<b>92.7</b>
투자자산	5.8	5.1	24.9	27.2	29.7
금융자산	0.7	0.1	0.4	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
<b>자산총계</b>	<b>213.4</b>	<b>273.5</b>	<b>595.3</b>	<b>869.6</b>	<b>1,192.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>140.8</b>	<b>163.0</b>	<b>183.5</b>	<b>187.6</b>	<b>191.4</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>21.3</b>	<b>24.3</b>	<b>129.5</b>	<b>142.5</b>	<b>134.5</b>
금융부채	7.9	1.1	3.0	4.0	4.0
기타비유동부채	13.4	23.2	126.5	138.5	130.5
<b>부채총계</b>	<b>162.1</b>	<b>187.3</b>	<b>312.9</b>	<b>330.1</b>	<b>354.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>51.3</b>	<b>86.2</b>	<b>282.3</b>	<b>539.4</b>	<b>838.4</b>
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
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>51.3</b>	<b>86.2</b>	<b>282.3</b>	<b>539.4</b>	<b>838.4</b>
<b>순금융부채</b>	<b>51.3</b>	<b>37.8</b>	<b>(232.0)</b>	<b>(509.3)</b>	<b>(821.0)</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(7.9)</b>	<b>(37.4)</b>	<b>289.2</b>	<b>279.6</b>	<b>314.3</b>
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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(21.9)</b>	<b>(24.2)</b>	<b>(2.6)</b>	<b>(2.8)</b>
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)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>7.2</b>	<b>90.1</b>	<b>15.2</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>
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
<b>현금의 증감</b>	<b>(1.6)</b>	<b>31.1</b>	<b>280.1</b>	<b>281.0</b>	<b>314.8</b>
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 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%
17.12.11	BUY	9,664	19.81%	31.50%
17.6.28	BUY	8,214	-9.68%	46.47%

## 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	90.1%	9.9%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 10월 22일

## 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 10월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 10월 24일 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.