

케이엠더블유 (032500)

3Q 리뷰 - 나쁘지 않은 실적, 이젠 2020년으로 시각 전환해야

매수 유지, TP 10만원으로 상향, 길게 보면 지금이 살 때

KMW 투자 의견을 매수로 유지하며 네트워크장비 업종 내 Top Picks로 제시한다. 1) 3분기 실적이 부진했다고 보기 어렵고, 2) 4분기 영업이익 감소가 예상되지만 내년 1분기를 기점으로 재차 급격한 이익 성장이 예상되며, 3) 삼성, 노키아, ZTE에 이어 에릭슨, 후지쯔까지 매출처로 확보할 전망이다, 4) 금년에 국내를 통한 놀라운 이익 성장을 나타냈다면 내년 상반기엔 중국, 일본, 하반기엔 미국을 통한 놀라운 실적 달성이 예상되며, 5) 글로벌 기업들의 28GHz 지원 5G 장비/부품 출시는 3.5GHz 조기 전국망 확대를 촉진할 가능성이 높아 KMW 미국 진출에 긍정적 영향을 미칠 가능성이 높고, 6) 최근의 공급 단가 하락을 공급 과잉에서 비롯된 단가 인하 경쟁이 아닌 관행적인 통신사/공급업체간 적정 마진 조절에서 비롯된 것으로 판단함이 맞으며, 7) 단기 주가 급락으로 2020년 예상 실적 기준 PER 8배에 불과한 상태이기 때문이다. 목표가는 9만원에서 10만원으로 11% 상향 조정한다.

3Q 실적 나쁘지 않음, 2020년 영업이익 2배 성장 예상

KMW는 3분기에 매출액 2,650억원(+206% YoY, +25% QoQ), 영업이익 578억원(흑전 YoY, +4% QoQ)을 기록했다. 나쁘지 않은 실적이었지만 주가는 폭락했다. 당초 하나금융투자 예상(매출액 2,503억원, 영업이익 715억원)대비 매출액은 6% 상회한 반면 영업이익이 19%나 하회하였기 때문이었다. 영업이익률이 2분기 26%에서 3분기 22%로 낮아진 것이 결정적이었는데 냉정히 따져 볼 때 일방적인 단가 인하 압력, 시스템 장비 비중 상승, 노키아 비중 상승 때문은 아니었다. 오히려 통신사/SI(제안업체)/공급업체 간 적정 마진 조절에서 비롯된 결과라고 판단함이 맞다. 20% 후반까지 올라온 영업이익률 조절의 필요성을 느끼게 했다는 표현이 맞겠다. 현 시점에서 2020년 실적으로 시각을 전환할 필요가 있는데 4분기 실적이 썩 좋지 않지만 이미 주가에 기반연된 상황이라고 보면 연말 출현할 호재에 주가가 반응할 공산이 더 크기 때문이다. 공매도가 공포심을 자극하는 상황이지만 2020년 중국/일본/미국 시장에서 ZTE/노키아/후지쯔/삼성/에릭슨을 바탕으로 또 한번 엄청난 이익 성장을 시현할 것이란 점을 냉철히 살펴보고 긴 호흡으로 매수 접근할 필요가 있겠다. 수급은 언제나 변한다. 굳이 MSCI를 들먹이지 않아도 항상 재료가 있는 곳에 수급이 생긴다는 경험을 상기해볼 때이다.

Update

BUY

TP(12M): 100,000원(상향) | CP(11월 4일): 49,350원

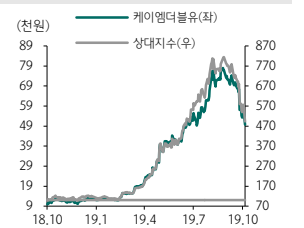
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	668.45
52주 최고/최저(원)	77,700/9,775
시가총액(십억원)	1,964.3
시가총액비중(%)	0.83
발행주식수(천주)	39,803.3
60일 평균 거래량(천주)	1,227.6
60일 평균 거래대금(십억원)	78.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	13.05
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	35.55
미래에셋자산운용 외 5인	7.51
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(31.3) 113.4 356.9
상대	(36.1) 143.2 372.1

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)	4,152	5,416
BPS(원)	6,307	11,610

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.7	296.3	770.1	1,539.1	1,946.9
영업이익	십억원	(3.0)	(26.2)	174.7	335.9	426.6
세전이익	십억원	(7.6)	(29.8)	174.5	333.1	427.2
순이익	십억원	(8.7)	(31.3)	143.8	259.8	333.2
EPS	원	(259)	(927)	3,714	6,528	8,372
증감률	%	적전	적지	흑전	75.8	28.2
PER	배	N/A	N/A	13.29	7.56	5.89
PBR	배	7.42	4.77	7.92	3.87	2.34
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	10.31	5.32	3.58
ROE	%	(17.94)	(45.51)	86.06	68.76	49.41
BPS	원	1,713	2,311	6,229	12,757	21,128
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

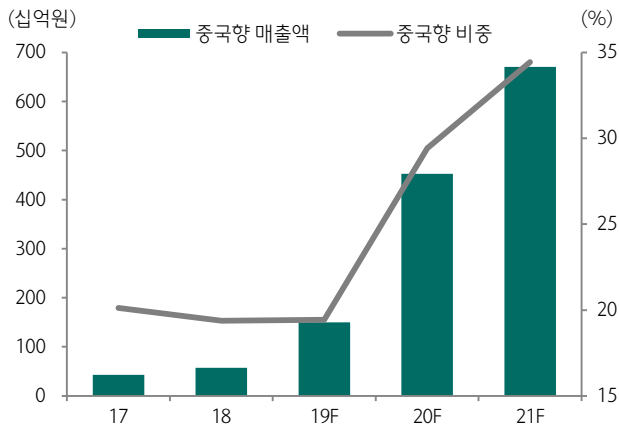
표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	118.2	212.3	265.0	174.5	251.2	353.2	441.1	493.6
영업이익	24.8	55.5	57.8	36.6	54.0	74.4	94.6	112.9
(영업이익률)	21.0	26.1	21.8	21.0	21.5	21.1	21.4	22.9
세전이익	25.7	53.1	60.6	35.1	52.7	73.5	94.1	112.8
순이익	21.4	43.2	51.1	28.1	41.1	57.3	73.4	88.0
(순이익률)	18.1	20.3	19.3	16.1	16.4	16.2	16.6	17.8

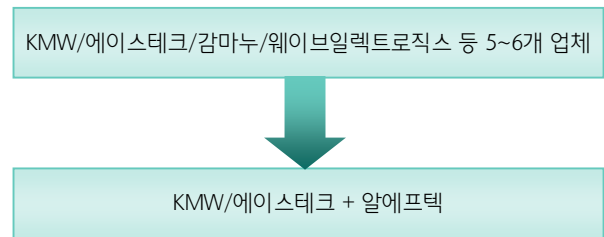
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. KMW 중국 매출액 전망 및 비중 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. 최근 15년간 국내 안테나/필터 업체 변화



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

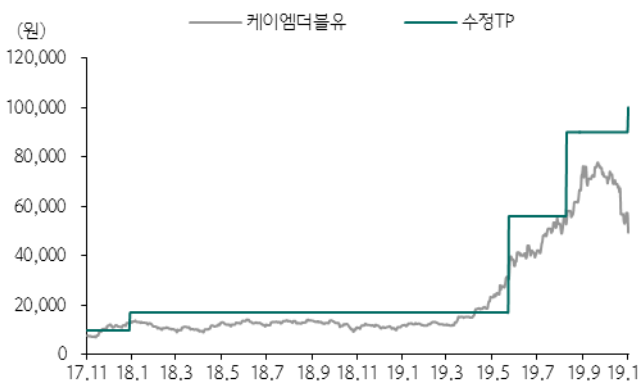
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.7	296.3	770.1	1,539.1	1,946.9
매출원가	142.6	236.0	470.5	937.2	1,194.0
매출총이익	61.1	60.3	299.6	601.9	752.9
판매비	64.2	86.5	124.9	266.0	326.3
영업이익	(3.0)	(26.2)	174.7	335.9	426.6
금융손익	(8.2)	(3.4)	(0.9)	(3.6)	0.4
중속/관계기업손익	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
기타영업외손익	3.5	(0.2)	0.5	0.5	(0.1)
세전이익	(7.6)	(29.8)	174.5	333.1	427.2
법인세	1.1	1.5	30.8	73.3	94.0
계속사업이익	(8.7)	(31.3)	143.8	259.8	333.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.7)	(31.3)	143.8	259.8	333.2
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(8.7)	(31.3)	143.8	259.8	333.2
지배주주지분포괄이익	(13.6)	(30.2)	146.1	259.8	333.2
NOPAT	(3.5)	(27.6)	143.9	262.0	332.7
EBITDA	6.9	(16.6)	183.9	342.4	434.8
성장성(%)					
매출액증가율	(3.2)	45.5	159.9	99.9	26.5
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	82.1	27.0
EBITDA증가율	2,200.0	적전	흑전	86.2	27.0
영업이익증가율	적지	적지	흑전	92.3	27.0
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	80.7	28.3
EPS증가율	적전	적지	흑전	75.8	28.2
수익성(%)					
매출총이익률	30.0	20.4	38.9	39.1	38.7
EBITDA이익률	3.4	(5.6)	23.9	22.2	22.3
영업이익률	(1.5)	(8.8)	22.7	21.8	21.9
계속사업이익률	(4.3)	(10.6)	18.7	16.9	17.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(259)	(927)	3,714	6,528	8,372
BPS	1,713	2,311	6,229	12,757	21,128
CFPS	464	(229)	5,037	8,608	10,905
EBITDAPS	207	(492)	4,750	8,601	10,923
SPS	6,073	8,781	19,894	38,668	48,913
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	13.3	7.6	5.9
PBR	7.4	4.8	7.9	3.9	2.3
PCFR	27.4	N/A	9.8	5.7	4.5
EV/EBITDA	68.4	N/A	10.3	5.3	3.6
PSR	2.1	1.3	2.5	1.3	1.0
재무비율(%)					
ROE	(17.9)	(45.5)	86.1	68.8	49.4
ROA	(4.1)	(12.9)	31.0	24.1	19.4
ROIC	(3.1)	(21.8)	72.7	65.3	56.1
부채비율	315.9	217.2	164.1	196.1	129.3
순부채비율	100.0	43.8	(27.4)	(28.1)	(48.4)
이자보상배율(배)	(0.5)	(4.1)	29.7	48.9	54.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	123.8	173.1	542.0	1,351.2	1,730.4
금융자산	22.7	54.1	159.4	269.0	539.1
현금성자산	22.5	53.6	157.8	264.5	534.1
매출채권 등	45.4	63.4	204.2	577.7	636.0
재고자산	53.3	52.3	168.5	476.7	524.8
기타유동자산	2.4	3.3	9.9	27.8	30.5
비유동자산	89.5	100.4	112.8	152.4	198.3
투자자산	5.8	5.1	15.0	41.1	45.2
금융자산	0.7	0.1	0.2	0.6	0.6
유형자산	73.7	88.0	90.6	104.8	147.1
무형자산	4.0	3.1	2.9	2.2	1.7
기타비유동자산	6.0	4.2	4.3	4.3	4.3
자산총계	213.4	273.5	654.8	1,503.6	1,928.7
유동부채	140.8	163.0	324.2	776.8	847.4
금융부채	66.2	90.8	83.6	118.3	123.8
매입채무 등	60.5	66.1	212.9	602.3	663.0
기타유동부채	14.1	6.1	27.7	56.2	60.6
비유동부채	21.3	24.3	82.5	219.1	240.4
금융부채	7.9	1.1	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	13.4	23.2	74.6	211.2	232.5
부채총계	162.1	187.3	406.8	995.8	1,087.8
지배주주지분	51.3	86.2	247.9	507.8	841.0
자본금	8.1	9.4	19.4	19.4	19.4
자본잉여금	58.8	117.1	122.0	122.0	122.0
자본조정	(5.5)	(0.1)	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	0.1	1.2	3.5	3.5	3.5
이익잉여금	(10.1)	(41.4)	102.4	362.2	695.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	51.3	86.2	247.9	507.8	841.0
순금융부채	51.3	37.8	(68.0)	(142.8)	(407.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.9)	(37.4)	120.2	121.0	318.7
당기순이익	(8.7)	(31.3)	143.8	259.8	333.2
조정	17.4	18.0	29.7	6.5	8.2
감가상각비	10.0	9.6	9.2	6.5	8.2
외환거래손익	1.3	(3.4)	0.9	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.7	(0.1)	0.0	0.0
기타	6.2	11.1	19.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(16.6)	(24.1)	(53.3)	(145.3)	(22.7)
투자활동 현금흐름	(0.5)	(21.9)	(20.1)	(49.0)	(54.5)
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.7	(9.8)	(26.1)	(4.1)
유형자산감소(증가)	0.7	(20.4)	(8.3)	(20.0)	(50.0)
기타	(1.1)	(2.2)	(2.0)	(2.9)	(0.4)
재무활동 현금흐름	7.2	90.1	3.3	34.8	5.4
금융부채증가(감소)	(13.6)	17.8	(0.5)	34.8	5.4
자본증가(감소)	10.5	59.6	14.9	0.0	0.0
기타재무활동	10.3	12.7	(11.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1.6)	31.1	156.9	106.7	269.6
Unlevered CFO	15.6	(7.7)	195.0	342.6	434.1
Free Cash Flow	(13.7)	(58.3)	111.5	101.0	268.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.5	BUY	100,000		
19.8.14	BUY	90,000	-25.12%	-13.67%
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	90.8%	9.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 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 11월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 11월 05일 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.