

케이엠더블유 (032500)

2020년 실적 이상 무, 내년 2분기로 빠른 시각 이동 필요한 시점

매수/TP 10만원 유지, 늦어도 연말부터 주가 급등할 것

KMW에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 10만원을 유지하며, 네트워크장비 업종 내 Top Picks로 제시한다. 추천 사유는 1) 글로벌 통신사들의 5G 투자 본격화, 2) 2020년 놀라운 영업 실적 달성 전망, 3) 너무 낮은 PER 수준 때문이다. 통신사 5G CAPEX 계획이 밝혀질 1월 이전부터 재차 주가 급등 패턴이 예상된다.

불신이 과매도를 부르는 영국, 절호의 매수 기회로 판단

10월 이후 KMW 주가가 급락하고 있다. 3Q 영업이익 하나금융투자 예상치 하회, 4Q 실적 부진 전망, 회사 측의 보수적인 2020년 실적 가이드라인 제시, 해외 통신사 5G 투자 지연 등이 투자 심리를 냉각시켰다는 판단이다. 하지만 펀더멘털상 부정적 기류가 감지되고 있지 않고 있어 단기간에 과도한 주가 하락이 나타난 현 시점이 매수 기회가 될 것으로 판단한다.

내년도 2배 영업이익 성장 전망, 특히 2분기를 주목해야

하나금융투자에서는 2020년 KMW 실적 추정치를 매출액 15,391억원, 영업이익 3,359억원으로 유지한다. KMW IR측에서 제시한 매출액 50% 성장, 영업이익률 20%대비 높은 수준이다. 하지만 2020년 국내외 통신사 5G CAPEX 전망, 장비 수급 동향 및 공급업체 선정 현황 등을 종합적으로 고려해보면 결코 허황된 숫자는 아니라고 판단한다. 2020년 1월 글로벌 통신사들의 투자가 권피런스를 통해 밝혀지겠지만 내년엔 미국, 일본, 중국을 중심으로 5G CAPEX가 큰 폭 증가할 공산이 크며, 국내도 올해와 비슷한 CAPEX 집행이 예상되기 때문이다. 특히 하나금융투자에선 2020년 2분기 KMW 실적에 주목할 것을 권고한다. 내년 1Q 실적도 올해 4Q보다 상당 폭 개선되겠지만 2Q 영업이익이 744억원이 예상되어 향후 실적 및 Valuation 논란을 잠재울 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 중국/일본 수출 본격화와 미국 시장 매출 개시가 2Q에 맞물리면서 올해 2Q와 같은 놀라운 실적 달성이 기대된다.

중/일/미 5G 투자 확대, 매출처 확산은 결국 실적 올릴 것

중국은 차이나모바일과 후발사업자간 M/S 경쟁 본격화, 일본은 라쿠텐 시장 진입과 5G 투자세액공제 혜택 부여, 미국은 T-Mobile과 스프린트간 합병 승인 및 3.5GHz 주파수 경매가 5G 투자를 촉진할 전망이다. 삼성전자의 공격적인 미국 시장 진출, 중국 내수 시장에서의 ZTE 선전, 에릭슨 5G 시장 방어 전략이 내년도 KMW엔 기회 요인이다. 내년도 실적에 의심을 가질 필요는 없다.

Update

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(11월 25일): 46,250원

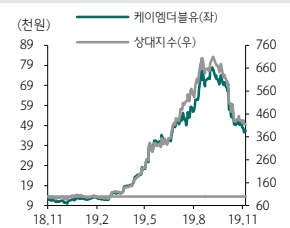
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	647.40
52주 최고/최저(원)	77,700/9,775
시가총액(십억원)	1,840.9
시가총액비중(%)	0.80
발행주식수(천주)	39,803.3
60일 평균 거래량(천주)	1,209.9
60일 평균 거래대금(십억원)	75.2
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.90
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	35.55
미래에셋자산운용 외 5인	7.51
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.4) 47.3 294.5
상대	(17.8) 57.0 316.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	763.0	1,133.2
영업이익(십억원)	169.1	230.6
순이익(십억원)	138.3	184.7
EPS(원)	3,575	4,642
BPS(원)	5,883	10,515

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.7	296.3	730.1	1,539.1	1,946.9
영업이익	십억원	(3.0)	(26.2)	164.1	335.9	426.6
세전이익	십억원	(7.6)	(29.8)	163.9	333.1	427.2
순이익	십억원	(8.7)	(31.3)	135.3	259.8	333.2
EPS	원	(259)	(927)	3,496	6,528	8,372
증감률	%	적전	적지	흑전	86.7	28.2
PER	배	N/A	N/A	13.23	7.09	5.52
PBR	배	7.42	4.77	7.33	3.60	2.18
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	9.99	4.90	3.25
ROE	%	(17.94)	(45.51)	80.26	68.21	49.19
BPS	원	1,713	2,311	6,306	12,833	21,205
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

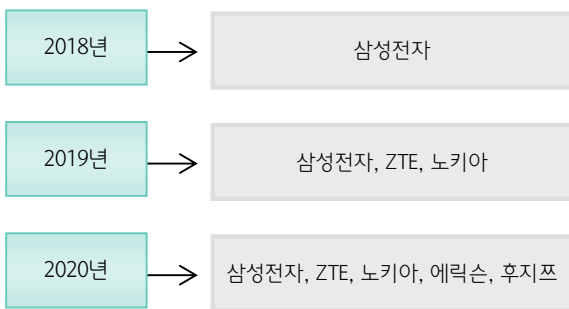
표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	118.2	212.3	265.0	134.5	251.2	353.2	441.1	493.6
영업이익	24.8	55.5	57.8	26.0	54.0	74.4	94.6	112.9
(영업이익률)	21.0	26.1	21.8	19.3	21.5	21.1	21.4	22.9
세전이익	25.7	53.1	60.6	24.5	52.7	73.5	94.1	112.8
순이익	21.4	43.2	51.1	19.5	41.1	57.3	73.4	88.0
(순이익률)	18.1	20.3	19.3	14.5	16.4	16.2	16.6	17.8

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

그림 1. 최근 2년 간 KMW 매출처 변화



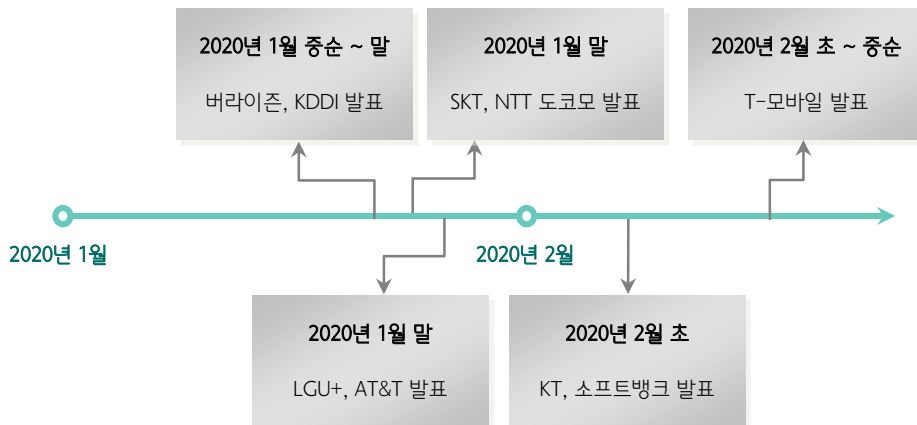
자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. 일본 2020년 1분기 5G 투자 본격화가 예상되는 이유

- 1 총무성 5G 세액공제 도입 추진
- 2 일본 통신사 3월 결산, 4Q CAPEX 집중
- 3 동경 올림픽 때 5G 홍보 예정
- 4 일본 정부 내년 3월 주요 도시 5G 상용화 계획

자료: 하나금융투자

그림 3. 전세계 주요 통신사 2020년 CAPEX 발표 시점 예측



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

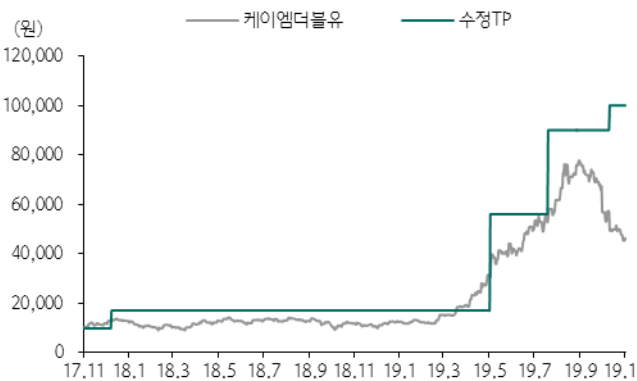
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.7	296.3	730.1	1,539.1	1,946.9
매출원가	142.6	236.0	502.5	1,076.8	1,348.7
매출총이익	61.1	60.3	227.6	462.3	598.2
판관비	64.2	86.5	63.4	126.4	171.6
영업이익	(3.0)	(26.2)	164.1	335.9	426.6
금융손익	(8.2)	(3.4)	(0.9)	(3.6)	0.4
중속/관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3
기타영업외손익	3.5	(0.2)	0.6	0.5	(0.1)
세전이익	(7.6)	(29.8)	163.9	333.1	427.2
법인세	1.1	1.5	28.6	73.3	94.0
계속사업이익	(8.7)	(31.3)	135.3	259.8	333.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.7)	(31.3)	135.3	259.8	333.2
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(8.7)	(31.3)	135.3	259.8	333.2
지배주주지분포괄이익	(13.6)	(30.2)	139.4	259.8	333.2
NOPAT	(3.5)	(27.6)	135.5	262.0	332.7
EBITDA	6.9	(16.6)	175.5	346.4	439.5
성장성(%)					
매출액증가율	(3.2)	45.5	146.4	110.8	26.5
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	93.4	27.0
EBITDA증가율	2,200.0	적전	흑전	97.4	26.9
영업이익증가율	적지	적지	흑전	104.7	27.0
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	92.0	28.3
EPS증가율	적전	적지	흑전	86.7	28.2
수익성(%)					
매출총이익률	30.0	20.4	31.2	30.0	30.7
EBITDA이익률	3.4	(5.6)	24.0	22.5	22.6
영업이익률	(1.5)	(8.8)	22.5	21.8	21.9
계속사업이익률	(4.3)	(10.6)	18.5	16.9	17.1
투자지표					
주당지표(원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS	(259)	(927)	3,496	6,528	8,372
BPS	1,713	2,311	6,306	12,833	21,205
CFPS	464	(229)	4,869	8,738	11,099
EBITDAPS	207	(492)	4,535	8,702	11,042
SPS	6,073	8,781	18,860	38,668	48,913
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	13.2	7.1	5.5
PBR	7.4	4.8	7.3	3.6	2.2
PCFR	27.4	N/A	9.5	5.3	4.2
EV/EBITDA	68.4	N/A	10.0	4.9	3.2
PSR	2.1	1.3	2.5	1.2	0.9
재무비율(%)					
ROE	(17.9)	(45.5)	80.3	68.2	49.2
ROA	(4.1)	(12.9)	30.2	24.0	19.0
ROIC	(3.1)	(21.8)	74.4	68.0	56.4
부채비율	315.9	217.2	147.8	202.4	133.4
순부채비율	100.0	43.8	(34.8)	(28.3)	(49.1)
이자보상배율(배)	(0.5)	(4.1)	28.3	48.0	54.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	123.8	173.1	508.3	1,392.1	1,776.1
금융자산	22.7	54.1	213.4	309.9	584.7
현금성자산	22.5	53.6	212.1	305.4	579.7
매출채권 등	45.4	63.4	157.4	577.7	636.0
재고자산	53.3	52.3	129.9	476.7	524.8
기타유동자산	2.4	3.3	7.6	27.8	30.6
비유동자산	89.5	100.4	113.5	152.4	193.6
투자자산	5.8	5.1	11.7	41.1	45.2
금융자산	0.7	0.1	0.2	0.6	0.6
유형자산	73.7	88.0	94.1	104.2	141.8
무형자산	4.0	3.1	3.3	2.7	2.2
기타비유동자산	6.0	4.2	4.4	4.4	4.4
자산총계	213.4	273.5	621.9	1,544.6	1,969.7
유동부채	140.8	163.0	310.5	819.8	890.4
금융부채	66.2	90.8	123.3	162.4	167.9
매입채무 등	60.5	66.1	164.1	602.3	663.0
기타유동부채	14.1	6.1	23.1	55.1	59.5
비유동부채	21.3	24.3	60.3	214.0	235.3
금융부채	7.9	1.1	2.8	2.8	2.8
기타비유동부채	13.4	23.2	57.5	211.2	232.5
부채총계	162.1	187.3	370.9	1,033.8	1,125.7
지배주주지분	51.3	86.2	251.0	510.8	844.0
자본금	8.1	9.4	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	58.8	117.1	131.3	131.3	131.3
자본조정	(5.5)	(0.1)	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	0.1	1.2	5.2	5.2	5.2
이익잉여금	(10.1)	(41.4)	93.9	353.8	687.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	51.3	86.2	251.0	510.8	844.0
순금융부채	51.3	37.8	(87.3)	(144.6)	(414.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.9)	(37.4)	131.0	106.8	323.5
당기순이익	(8.7)	(31.3)	135.3	259.8	333.2
조정	17.4	18.0	33.4	10.5	13.0
감가상각비	10.0	9.6	11.4	10.5	12.9
외환거래손익	1.3	(3.4)	(0.8)	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.7	(0.1)	0.0	0.0
기타	6.2	11.1	22.9	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(16.6)	(24.1)	(37.7)	(163.5)	(22.7)
투자활동 현금흐름	(0.5)	(21.9)	(21.8)	(52.7)	(54.5)
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.7	(6.6)	(29.4)	(4.1)
유형자산감소(증가)	0.7	(20.4)	(13.2)	(20.0)	(50.0)
기타	(1.1)	(2.2)	(2.0)	(3.3)	(0.4)
재무활동 현금흐름	7.2	90.1	47.5	39.1	5.4
금융부채증가(감소)	(13.6)	17.8	34.2	39.1	5.4
자본증가(감소)	10.5	59.6	24.7	0.0	0.0
기타재무활동	10.3	12.7	(11.4)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1.6)	31.1	158.3	93.2	274.3
Unlevered CFO	15.6	(7.7)	188.5	347.8	441.8
Free Cash Flow	(13.7)	(58.3)	117.2	86.8	273.5

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	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 24일

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 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 11월 26일 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.