



하나금융그룹

2020년 3월 19일 | Equity Research

케이엠더블유 (032500)

코스닥 폭락을 KMW를 싸게 살 수 있는 마지막 기회로 삼아야

매수/TP 10만원 유지, 3월 이후 매출 회복 추세에 주목

KMW에 대한 투자의견 매수, 목표가 10만원, 네트워크장비 업종 내 Top Picks 의견을 유지한다. 1) 시장 우려와는 달리 3월 이후 당초 하나금융투자 예상대로 매출 회복세가 감지되고 있는 상황이고, 2) 작년 4분기를 저점으로 올해 1분기 흑자 전환, 2분기엔 전년동기비 영업이익이 성장하는 놀라운 실적 달성이 예상되며, 3) B2B 비즈니스라는 사업 특성상 코로나19 사태로 인한 피해가 크지 않을 전망이고, 4) 미국 통신사 ZTE 장비 사용시 미국 FCC 제재 예정임에도 불구하고 중국 내수에 치중해 있는 KMW의 피해는 미미할 것이며, 5) 빠르면 3월 중으로 일본 라쿠텐 RRA 매출이 가시화될 것으로 판단되기 때문이다. 투자전략상으로 코스닥 시장 급락으로 인해 주가 하락이 나타난 현 시점을 매수 기회로 활용할 것을 권한다. 투자가들의 관심이 높은 수출 성과가 서서히 나타날 것으로 예상되는 반면 주가는 상승하지 못했기 때문이다.

1Q부터 점진적 실적 회복 전망, 단기 중국/일본에 큰 기대

아직까지도 KMW 실적에 대한 우려가 크다. 하지만 다행히 1분기 실적이 지난 4분기보단 개선될 전망이다. 일회성비용 반영이 없는 가운데 국내/중국 매출이 서서히 재개되는 양상이며 일본 매출도 일부 잡힐 것으로 판단되며 때문이다. 2분기 실적 전망은 여전히 장밋빛이다. 국내/중국/일본 매출이 당초 예상대로 증가 양상을 나타내고 있고 빠르면 6월부터 미국 매출 반영이 예상되어서 그렇다. 19.4Q -2억원 → 20.1Q 125억원 → 20.2Q 574억원으로 가파른 영업이익 성장이 기대된다.

코로나19/도쿄올림픽 영향 미미, B2B 사업구조란 점에 유의

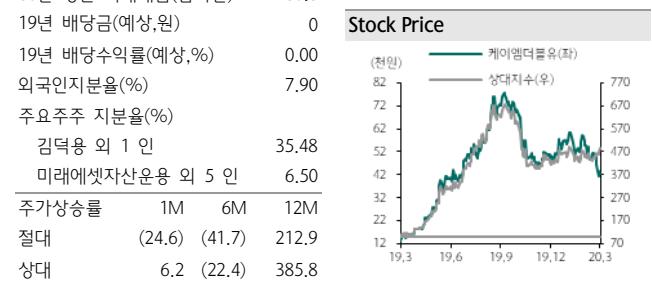
일부 투자가들은 코로나19 사태와 도쿄올림픽 연기 가능성 때문에 중국/일본 수출이 예상보다 부진하지 않겠냐고 우려하지만 그 타격은 미미할 것으로 보인다. 훨씬 더 중요한 중국/일본 내 통신사 간 경쟁 상황이 어느 때보다 뜨겁고, 국내/중국의 경우엔 정부가 통신사 5G CAPEX 조기 집행을 독려하고 있는 상황이기 때문이다. 전주 중국 차이나모바일이 5G 기지국 23만개 입찰 공고를 낸 데 이어 금주엔 차이나텔레콤이 장비 입찰을 예고하였다. 곧 ZTE/노키아/에릭슨 공급 물량이 확정될 것으로 보여 KMW의 수혜가 예상된다. 여기에 4월 서비스 예정인 일본 라쿠텐이 본격 망투자에 나서고 있다. 곧 KMW 수주 소식이 들릴 전망이다. 국내 에선 과기부장관 5G 투자 권고로 올해 8.5조원 규모 CAPEX 증상반기에만 통신 3사가 4조원 CAPEX를 조기 집행할 전망이고, 실제 일부 업체들에 대한 장비 발주 이야기가 들리는 상황이다. B2B 사업 구조라 코로나19 사태에 따른 내수 침체에도 국내 5G 장비 업체는 상대적으로 양호한 실적 달성이 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(3월 18일): 42,400원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	485.14		
52주 최고/최저(원)	77,700/13,550	매출액(십억원)	716.8 1,002.2
시가총액(십억원)	1,688.4	영업이익(십억원)	157.2 206.3
시가총액비중(%)	0.95	순이익(십억원)	129.5 164.5
발행주식수(천주)	39,820.9	EPS(원)	3,344 4,053
60일 평균 거래량(천주)	1,146.5	BPS(원)	5,605 9,502
60일 평균 거래대금(십억원)	60.8		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	7.90		
주요주주 지분율(%)			
김덕용 외 1인	35.48		
미래에셋자산운용 외 5인	6.50		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대 (24.6) (41.7) 212.9			
상대 6.2 (22.4) 385.8			



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.7	296.3	684.9	1,199.1	1,578.9
영업이익	십억원	(3.0)	(26.2)	137.9	253.4	318.1
세전이익	십억원	(7.6)	(29.8)	132.7	250.6	318.7
순이익	십억원	(8.7)	(31.3)	108.8	195.5	248.6
EPS	원	(259)	(927)	2,812	4,909	6,243
증감률	%	적전	적지	흑전	74.6	27.2
PER	배	N/A	N/A	18.17	8.64	6.79
PBR	배	7.42	4.77	9.06	4.02	2.53
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	13.05	6.13	4.23
ROE	%	(17.94)	(45.51)	70.05	60.66	45.67
BPS	원	1,713	2,311	5,638	10,547	16,789
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김홍식

02-3771-7505

pro11@hanafn.com

RA 이재서

02-3771-7541

jaeseo.lee@hanafn.com

하나금융투자

표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	118.2	212.3	265.0	89.4	111.2	243.2	381.1	463.6
영업이익 (영업이익률)	24.8 21.0	55.5 26.1	57.8 21.8	(0.2) (0.2)	12.5 11.2	57.4 23.6	79.6 20.9	103.9 22.4
세전이익	25.7	53.1	60.6	(6.7)	11.2	56.5	79.1	103.8
순이익 (순이익률)	21.4 18.1	43.2 20.3	51.1 19.3	(6.9) (7.7)	8.8 7.9	44.1 18.1	61.7 16.2	81.0 17.5

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. 2020년 중국/일본/미국/한국 통신사간 경쟁 환경 점검



자료: 하나금융투자

그림 2. 국내 네트워크장비 업체들이 코로나 19 사태로 인해 피해볼 가능성의 희박한 이유

- 1 국내 및 베트남 등지로 생산 시설 이전, 중국 공장 생산 비중 미미
- 2 질병으로 인해 중국 통신사 투자 줄인 사례 없으며 5G 투자 지속 불가피
- 3 중국 내수 침체 시 오히려 데이터 트래픽은 더 급증할 공산이 큼
- 4 국내 네트워크장비 업체 중국 성과 아직 미미, 벤더 내 M/S 하락해도 매출 증가 폭 클 것

자료: 하나금융투자

그림 3. 미중 무역 분쟁이 국내 중소 네트워크장비 업체에 악재가 아닌 이유

- 1 중국 화웨이/ZTE 매출 감소하는 대신 삼성/에릭슨/노키아 매출 증대 예상
- 2 중국 매출 감소 예상되지만 미국/일본/영국/호주 등에서 매출 증가 예상
- 3 중국 내 M/S 하락 예상되지만 2019년 기저 낮아 올해 이후 영향 부정적이지 않음
- 4 국내에서도 중국 장비 업체 수용 어려워 국내 중소 네트워크장비 업체에게 유리

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액		203.7	296.3	684.9	1,199.1	1,578.9
매출원가		142.6	236.0	502.5	1,029.0	1,269.7
매출총이익		61.1	60.3	182.4	170.1	309.2
판관비		64.2	86.5	44.5	(83.3)	(8.9)
영업이익		(3.0)	(26.2)	137.9	253.4	318.1
금융손익		(8.2)	(3.4)	(1.9)	(3.6)	0.4
종속/관계기업손익		0.1	0.1	0.0	0.3	0.3
기타영업외손익		3.5	(0.2)	(3.3)	0.5	(0.1)
세전이익		(7.6)	(29.8)	132.7	250.6	318.7
법인세		1.1	1.5	23.9	55.1	70.1
계속사업이익		(8.7)	(31.3)	108.8	195.5	248.6
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(8.7)	(31.3)	108.8	195.5	248.6
비지배주주지분 순이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		(8.7)	(31.3)	108.8	195.5	248.6
지배주주지분포괄이익		(13.6)	(30.2)	112.9	195.5	248.6
NOPAT		(3.5)	(27.6)	113.1	197.7	248.1
EBITDA		6.9	(16.6)	149.3	263.9	331.0
성장성(%)						
매출액증가율		(3.2)	45.5	131.2	75.1	31.7
NOPAT증가율		적지	적지	흑전	74.8	25.5
EBITDA증가율		2,200.0	적전	흑전	76.8	25.4
영업이익증가율		적지	적지	흑전	83.8	25.5
(지배주주)순이익증가율		적전	적지	흑전	79.7	27.2
EPS증가율		적전	적지	흑전	74.6	27.2
수익성(%)						
매출총이익률		30.0	20.4	26.6	14.2	19.6
EBITDA이익률		3.4	(5.6)	21.8	22.0	21.0
영업이익률		(1.5)	(8.8)	20.1	21.1	20.1
계속사업이익률		(4.3)	(10.6)	15.9	16.3	15.7

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산		123.8	173.1	402.2	1,248.4	1,438.4
금융자산		22.7	54.1	206.2	231.9	448.6
현금성자산		22.5	53.6	205.4	227.7	444.5
매출채권 등		45.4	63.4	104.6	542.6	528.3
재고자산		53.3	52.3	86.3	447.7	435.9
기타유동자산		2.4	3.3	5.1	26.2	25.6
비유동자산		89.5	100.4	109.8	150.0	186.1
투자자산		5.8	5.1	8.0	38.6	37.6
금융자산		0.7	0.1	0.1	0.5	0.5
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	4.5	4.5
자산총계		213.4	273.5	512.0	1,398.4	1,624.4
유동부채		140.8	163.0	246.5	777.2	759.9
금융부채		66.2	90.8	118.4	159.2	157.8
매입채무 등		60.5	66.1	109.0	565.7	550.8
기타유동부채		14.1	6.1	19.1	52.3	51.3
비유동부채		21.3	24.3	41.0	201.2	195.9
금융부채		7.9	1.1	2.8	2.8	2.8
기타비유동부채		13.4	23.2	38.2	198.4	193.1
부채총계		162.1	187.3	287.5	978.4	955.9
지배주주지분		51.3	86.2	224.5	420.0	668.6
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)	67.5	262.9	511.5
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		51.3	86.2	224.5	420.0	668.6
순금융부채		51.3	37.8	(85.0)	(69.9)	(288.0)

투자지표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)						
EPS		(259)	(927)	2,812	4,909	6,243
BPS		1,713	2,311	5,638	10,547	16,789
CFPS		464	(229)	4,062	6,663	8,394
EBITDAPS		207	(492)	3,858	6,627	8,313
SPS		6,073	8,781	17,694	30,112	39,650
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		N/A	N/A	18.2	8.6	6.8
PBR		7.4	4.8	9.1	4.0	2.5
PCFR		27.4	N/A	12.6	6.4	5.1
EV/EBITDA		68.4	N/A	13.1	6.1	4.2
PSR		2.1	1.3	2.9	1.4	1.1
재무비율(%)						
ROE		(17.9)	(45.5)	70.1	60.7	45.7
ROA		(4.1)	(12.9)	27.7	20.5	16.4
ROIC		(3.1)	(21.8)	69.7	56.2	46.3
부채비율		315.9	217.2	128.1	233.0	143.0
순부채비율		100.0	43.8	(37.9)	(16.7)	(43.1)
이자보상배율(배)		(0.5)	(4.1)	24.1	37.7	42.5

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름		(7.9)	(37.4)	125.1	35.5	267.1
당기순이익		(8.7)	(31.3)	108.8	195.5	248.6
조정		17.4	18.0	33.5	10.4	12.9
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	23.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동		(16.6)	(24.1)	(17.2)	(170.4)	5.6
투자활동 현금흐름		(0.5)	(21.9)	(17.7)	(54.0)	(48.9)
투자자산감소(증가)		(0.1)	0.7	(2.9)	(30.6)	1.0
유형자산감소(증가)		0.7	(20.4)	(13.2)	(20.0)	(50.0)
기타		(1.1)	(2.2)	(1.6)	(3.4)	0.1
재무활동 현금흐름		7.2	90.1	42.5	40.8	(1.3)
금융부채증가(감소)		(13.6)	17.8	29.3	40.8	(1.3)
자본증가(감소)		10.5	59.6	24.7	0.0	0.0
기타재무활동		10.3	12.7	(11.5)	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		(1.6)	31.1	151.6	22.3	216.8
Unlevered CFO		15.6	(7.7)	157.2	265.3	334.2
Free Cash Flow		(13.7)	(58.3)	111.3	15.5	217.1

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			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%
18.4.4	BUY	16,912	-20.58%	85.67%
17.12.11	BUY	9,664	17.37%	42.00%

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: 2020년 3월 19일

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 2020년 03월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 03월 19일 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.