

# 케이엠더블유 (032500)

## 1Q Review – 길게 보면 아직도 높은 투자수익률 달성이 유력합니다.

### 매수/TP 10만원 유지, 이익 수준보단 추세에 집중해야

KMW에 대한 투자 의견 매수, 네트워크장비 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 1) 1Q 실적이 부진했지만 당초 예상했던 수준이며, 2) 상반기 영업이익 수준이 당초 기대에 미치지 못할 것으로 예상되지만 올해 2분기부터 4분기까지 분기별로 괄목할만한 이익 성장을 나타낼 전망이고, 3) 6월부터 일본 라쿠텐, 삼성전자 시스템장비 매출액이 본격화될 것으로 보여 2~3Q 실적 흐름이 상당히 양호하게 전개될 것이며, 4) ZTE가 중국 통신 3사로부터 벤더 M/S 30% 이상의 공급 물량을 확보함에 따라 중국 장비 국산화 이슈에도 불구하고 2Q 이후 중국 시장에서 큰 손해가 예상되고, 5) 3Q부터는 미국 버라이즌/스프린트 Massive MIMO 투자 본격화에 따른 실적 호전 양상이 기대되며, 6) 2021년까지 길게 보면 현 시가총액이 너무 적다고 판단되기 때문이다. 12개월 목표가는 금년도 이익 전망치를 하향 조정하지만 3Q 이후 내년도 실적 전망치를 이전 수준으로 유지하고 네트워크장비 업종 Target Multiple을 상향 조정함에 따라 기존의 10만원을 유지한다.

### 1Q 실적 무난, 향후 분기별 이익 증가 추세는 지속될 전망

KMW는 2020년 1분기에 매출액 775억원(-34% YoY, -11% QoQ), 영업이익 66억원(-73% YoY, 흑전 QoQ), 순이익 130억원(-39% YoY, 흑전 QoQ)을 기록하였다. 우수한 실적이라고 평가하기는 어렵지만 실적 쇼크는 아니었다. 1분기 실적이 좋지 않을 것이라는 사실을 대다수 투자자들이 인지하고 있었기 때문이다. 실적 부진 사유는 국내 매출 부진 영향도 있었지만 기대했던 중국 수출 물량이 크게 증가하지 못했기 때문이었다. 제품별로는 시스템 장비 매출은 전분기비 증가했으나 필터 매출이 크게 부진한 양상을 나타냈다. 이제 2분기 이후 실적에 대한 투자자들의 관심이 높아지는 상황인데 2분기에서 4분기까지 드라마틱한 이익 성장이 나타날 것으로 예상되어 주가 상승에 대한 기대감을 높이고 있다.

### 6월부터는 확실히 실적 달라질 것, 매수 서둘러야

올해 KMW 급격한 실적 향상 시점은 아마도 6월 전후가 될 것으로 보인다. 일본 라쿠텐, 삼성전자 시스템장비 공급이 이 시기부터 이루어질 공산이 크고 중국 ZTE로의 필터 물량이 서서히 증가할 것으로 예측되며 3분기 미국 수출이 개시될 가능성이 높기 때문이다. 국내 통신 3사로의 매출도 이제 서서히 증가하는 양상이어서 6월 이후엔 의미 있는 반전이 나타날 것으로 예상된다. 아마도 올해 KMW 이익 수준은 6~10월 국내외 매출 결과가 결정할 가능성이 높다는 판단이다. 6~7월부터 가파른 이익 성장이 예상되므로 이를 주가가 반영하기 전 매수에 나설 것을 권고한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 100,000원 | CP(5월 8일): 62,700원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	682.30
52주 최고/최저(원)	77,700/23,500
시가총액(십억원)	2,496.8
시가총액비중(%)	0.99
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,624.2
60일 평균 거래대금(십억원)	89.8
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.55
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	35.48
미래에셋자산운용 외 5인	5.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.0 26.0 165.1
상대	(7.4) 22.8 189.6

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	988.0	1,183.1
영업이익(십억원)	203.9	237.0
순이익(십억원)	160.8	185.4
EPS(원)	4,003	4,663
BPS(원)	9,464	14,195

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	296.3	682.9	1,075.4	1,578.9	1,731.6
영업이익	십억원	(26.2)	136.7	217.5	318.1	354.5
세전이익	십억원	(29.8)	129.4	224.6	318.7	355.6
순이익	십억원	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
EPS	원	(927)	2,652	4,428	6,243	6,965
증감률	%	적지	흑전	67.0	41.0	11.6
PER	배	N/A	19.27	14.16	10.04	9.00
PBR	배	4.77	9.39	6.35	3.89	2.72
EV/EBITDA	배	N/A	14.30	11.90	7.49	6.04
ROE	%	(45.51)	67.76	57.82	48.04	35.54
BPS	원	2,311	5,444	9,872	16,115	23,080
DPS	원	0	0	0	0	0

자료: 하나금융투자



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

RA 이재서  
02-3771-7541  
jaeseo.lee@hanafn.com

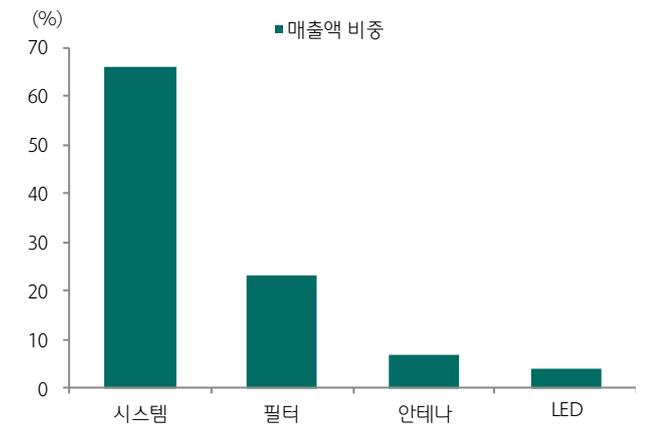
표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	77.5	153.2	381.1	463.6	335.1	378.2	414.2	451.4
영업이익	6.6	27.4	79.6	103.9	66.9	75.4	83.3	92.5
(영업이익률)	8.5	17.9	20.9	22.4	20.0	19.9	20.1	20.5
세전이익	15.2	26.5	79.1	103.8	66.8	75.5	83.4	93.0
순이익	13.0	20.7	61.7	81.0	52.1	58.9	65.1	72.5
(순이익률)	16.8	13.5	16.2	17.5	15.5	15.6	15.7	16.1

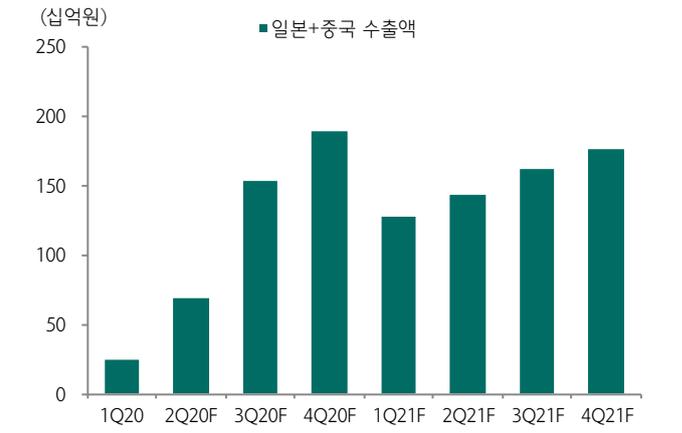
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분  
 자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. 2020년 1분기 제품별 매출액 비중 현황



자료: KMW, 하나금융투자

그림 2. KMW 분기별 일본+중국 수출액 합계 전망



자료: KMW, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>296.3</b>	<b>682.9</b>	<b>1,075.4</b>	<b>1,578.9</b>	<b>1,731.6</b>
매출원가	236.0	465.1	742.3	1,068.8	1,171.7
매출총이익	60.3	217.8	333.1	510.1	559.9
판매비	86.5	81.1	115.6	192.0	205.4
<b>영업이익</b>	<b>(26.2)</b>	<b>136.7</b>	<b>217.5</b>	<b>318.1</b>	<b>354.5</b>
금융손익	(3.4)	(8.2)	(3.0)	0.4	0.8
중속/관계기업손익	0.1	1.1	0.4	0.3	0.3
기타영업외손익	(0.2)	(0.2)	9.7	(0.1)	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(29.8)</b>	<b>129.4</b>	<b>224.6</b>	<b>318.7</b>	<b>355.6</b>
법인세	1.5	26.8	48.3	70.1	78.2
계속사업이익	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(31.3)</b>	<b>102.7</b>	<b>176.3</b>	<b>248.6</b>	<b>277.4</b>
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(31.3)</b>	<b>102.7</b>	<b>176.3</b>	<b>248.6</b>	<b>277.4</b>
지배주주지분포괄이익	(30.2)	104.4	176.3	248.6	277.4
NOPAT	(27.6)	108.4	170.8	248.1	276.5
EBITDA	(16.6)	145.6	218.1	318.6	354.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	45.5	130.5	57.5	46.8	9.7
NOPAT증가율	적지	흑전	57.6	45.3	11.4
EBITDA증가율	적전	흑전	49.8	46.1	11.4
영업이익증가율	적지	흑전	59.1	46.3	11.4
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	71.7	41.0	11.6
EPS증가율	적지	흑전	67.0	41.0	11.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	20.4	31.9	31.0	32.3	32.3
EBITDA이익률	(5.6)	21.3	20.3	20.2	20.5
영업이익률	(8.8)	20.0	20.2	20.1	20.5
계속사업이익률	(10.6)	15.0	16.4	15.7	16.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>173.1</b>	<b>313.3</b>	<b>578.2</b>	<b>772.1</b>	<b>1,067.5</b>
금융자산	54.1	50.0	0.7	209.8	453.6
현금성자산	53.6	49.6	0.0	209.1	452.8
매출채권 등	63.4	186.9	418.7	407.7	445.2
재고자산	52.3	73.6	147.9	144.0	157.3
기타유동자산	3.3	2.8	10.9	10.6	11.4
<b>비유동자산</b>	<b>100.4</b>	<b>113.7</b>	<b>140.2</b>	<b>189.3</b>	<b>190.3</b>
투자자산	5.1	7.9	15.0	14.6	15.9
금융자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	88.0	97.7	117.8	167.9	168.0
무형자산	3.1	3.5	2.8	2.2	1.8
기타비유동자산	4.2	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>자산총계</b>	<b>273.5</b>	<b>427.0</b>	<b>718.4</b>	<b>961.5</b>	<b>1,257.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>163.0</b>	<b>179.2</b>	<b>272.9</b>	<b>268.5</b>	<b>283.6</b>
금융부채	90.8	90.1	90.1	90.1	90.1
매입채무 등	66.1	70.0	159.1	155.0	169.2
기타유동부채	6.1	19.1	23.7	23.4	24.3
<b>비유동부채</b>	<b>24.3</b>	<b>31.0</b>	<b>52.4</b>	<b>51.3</b>	<b>55.2</b>
금융부채	1.1	8.8	8.8	8.8	8.8
기타비유동부채	23.2	22.2	43.6	42.5	46.4
<b>부채총계</b>	<b>187.3</b>	<b>210.3</b>	<b>325.4</b>	<b>319.8</b>	<b>338.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>86.2</b>	<b>216.8</b>	<b>393.1</b>	<b>641.7</b>	<b>919.1</b>
자본금	9.4	19.9	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	117.1	132.0	132.0	132.0	132.0
자본조정	(0.1)	0.6	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	1.2	2.8	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	(41.4)	61.4	237.7	486.3	763.7
<b>비배주주지분</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>86.2</b>	<b>216.8</b>	<b>393.1</b>	<b>641.7</b>	<b>919.1</b>
순금융부채	37.8	48.8	98.1	(110.9)	(354.7)

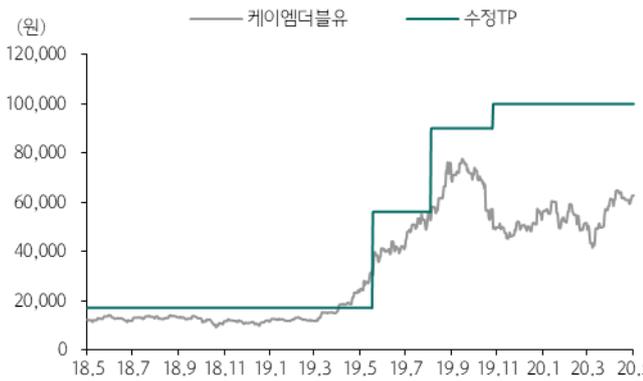
투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(927)	2,652	4,428	6,243	6,965
BPS	2,311	5,444	9,872	16,115	23,080
CFPS	(229)	4,144	5,791	8,148	9,054
EBITDAPS	(492)	3,761	5,477	8,000	8,910
SPS	8,781	17,638	27,006	39,650	43,485
DPS	0	0	0	0	0
<b>주기지표(배)</b>					
PER	N/A	19.3	14.2	10.0	9.0
PBR	4.8	9.4	6.4	3.9	2.7
PCFR	N/A	12.3	10.8	7.7	6.9
EV/EBITDA	N/A	14.3	11.9	7.5	6.0
PSR	1.3	2.9	2.3	1.6	1.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(45.5)	67.8	57.8	48.0	35.5
ROA	(12.9)	29.3	30.8	29.6	25.0
ROIC	(21.8)	49.6	41.4	45.1	47.0
부채비율	217.2	97.0	82.8	49.8	36.9
순부채비율	43.8	22.5	25.0	(17.3)	(38.6)
이자보상배율(배)	(4.1)	24.1	37.5	51.7	57.1

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(37.4)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>(22.2)</b>	<b>258.6</b>	<b>245.0</b>
당기순이익	(31.3)	102.7	176.3	248.6	277.4
조정	18.0	42.2	0.7	0.4	0.3
감가상각비	9.6	8.9	0.6	0.5	0.3
외환거래손익	(3.4)	4.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.7	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타	11.1	30.0	0.1	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(24.1)	(148.6)	(199.2)	9.6	(32.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(21.9)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(27.3)</b>	<b>(49.6)</b>	<b>(1.3)</b>
투자자산감소(증가)	0.7	(2.8)	(7.0)	0.4	(1.3)
유형자산감소(증가)	(20.4)	(14.2)	(20.0)	(50.0)	0.0
기타	(2.2)	(0.8)	(0.3)	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>90.1</b>	<b>17.5</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.0)</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	17.8	7.0	0.0	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	59.6	25.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.7	(14.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>31.1</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(49.5)</b>	<b>209.0</b>	<b>243.7</b>
Unlevered CFO	(7.7)	160.4	230.6	324.5	360.5
Free Cash Flow	(58.3)	(21.6)	(42.2)	208.6	245.0

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%
18.5.16	BUY	16,912	-18.98%	85.67%
17.12.11	BUY	9,664	16.29%	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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 5월 11일

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 2020년 05월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 05월 11일 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.