2020년 7월 13일 I Equity Research

케이엠더블유 (032500)

상대적 주가 부진 오래가진 못할 것, 여전히 8월 신고가 경신 기대

매수/TP 10만원 유지, 이해 안 갈 때는 매수가 정답

KMW에 대한 투자 의견을 매수, 다산네트웍스와 함께 네트워크장비 업종 내 Top Picks로 유지한다. 추천 사유는 1) 2분기 실적이 양호할 전망이고, 2) 수출 성과를 바탕으로 빠르면 3분기, 늦어도 4분기에는 사상 최대 실적 경신이 기대되며, 3) 하반기 삼성전자 네트워크장비 M/S가 상승할 시 진정한 최대 수혜주이고, 4) 유상증가/메자닌 집행 가능성이 희박하며, 5) 가파른 이익 성장이 예상됨에도 불구하고 여타 5G 장비주 대비 주가 상승 폭이 미미했기 때문이다. 12개월 목표가는 기존의 10만원을 유지한다.

5G 장비주 중 가장 빨리 실적 개선 추세 나타낼 전망

최근 2주간 국내 5G 네트워크장비 업체들이 탄력적인 주가 상승을 나타내고 있지만 KMW 주가는 지지부진한 양상이다. 당초 하나금융투자는 5~6월 기간 조정 가능성을 언급한 바 있으나 예상보다도 주가 횡보 기간이 더 길어지고 있다. 전 고점인 8만원을 넘어서기엔 아직 실적이 뒷받침되지 못한다는 의견이 지배적이기 때문이다. 하지만 현 시점에서는 상반기 영업이익 증감률이 아닌 올해 분기별 실적 전망에 집중할 것을 권한다. 1분기부터 4분기까지 분기별로 영업이익이 2배씩 증가하는 양상을 나타낼 전망이기 때문이다. 주가는 지루한 양상이지만 국내 5G 네트워크장비 중에선 가장 주목할만한 실적 흐름을 나타낼 것이란 판단이다.

노키아만이 아닌 삼성/ZTE/에릭슨의 벤더, 수출 성과 클 것

해외 수출 시장이 본격적으로 개화하는 양상이다. 중국/일본이 이미 5G CAPEX에 돌입하였고 미국/인도도 연내 투자 개시가 예상된다. 이렇다고 볼 때 KMW 투자 전망은 국내 어느 장비 업체보다도 밝다. 현재 ZTE향 매출이 호조 양상을 나타내고 있는 데다가 노키아/삼성/에릭슨/후지쯔를 통해 일본/미국/인도에서도 하반기 양호한 성과 도출이 예상되기 때문이다. 과거 KMW는 특히 미국/일본 시장에서 큰 강점을 갖고 있었다. 하반기 국내 5G 장비 업체 중 가장 탁월한 수출 성과가 기대된다. 최근 국내를 기반으로 노키아 매출 비중이 높아진 상황이지만 하반기엔 삼성전자 M/S 상승에 따른 큰 수혜가 예상된다.

유증/메자닌 가능성 희박, 2Q 어닝 시즌 주가 급등할 것

일부 투자가들이 최근 KMW의 유상증자 및 CB/BW 발행을 우려하는 데 현실적으로 가능성은 희박하다. 사채 중 일부를 차환발행한 데다가 현재 보유 현금이 1,000억원에 달하기 때문이다. 특히 유상증자는 대주주 입장에서 부담이 커 최소한 몇 년간은 사용할 카드가 되지 못한다. 2분기 실적이 나쁘지 않고 하반기 실적 기대감이 커지고 있어 8월 전 고점을 경신하는 주가 흐름이 예상된다. 2Q 어닝 시즌 전 공격적 매수에 나설 필요가 있겠다.

Update

BUY

I TP(12M): 100,000원 I CP(7월 10일): 62,200원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	772.81
52주 최고/최저(원)	77,700/41,550
시가총액(십억원)	2,476.9
시가총액비중(%)	0.86
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,175.5
60일 평균 거래대금(십억원)	72.5
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	10.53
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1 인	35.48
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.3)	10.3	39.3
상대	(3.1)	(4.0)	20.2

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	893.2	1,181.0
영업이익(십억원)	182.2	249.5
순이익(십억원)	152.8	201.2
EPS(원)	3,766	5,043
BPS(원)	9,296	14,344

Stock Price

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	296.3	682.9	965.4	1,578.9	1,731.6
영업이익	십억원	(26.2)	136.7	196.5	318.1	354.5
세전이익	십억원	(29.8)	129.4	203.6	318.7	355.6
순이익	십억원	(31.3)	102.7	160.0	248.6	277.4
EPS	원	(927)	2,652	4,017	6,243	6,965
증감률	%	적지	흑전	51.5	55.4	11.6
PER	배	N/A	19.27	15.48	9.96	8.93
PBR	배	4.77	9.39	6.50	3.93	2.73
EV/EBITDA	배	N/A	14.30	11.76	7.15	5.79
ROE	%	(45.51)	67.76	53.53	49.20	36.11
BPS	원	2,311	5,444	9,566	15,809	22,774
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

하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

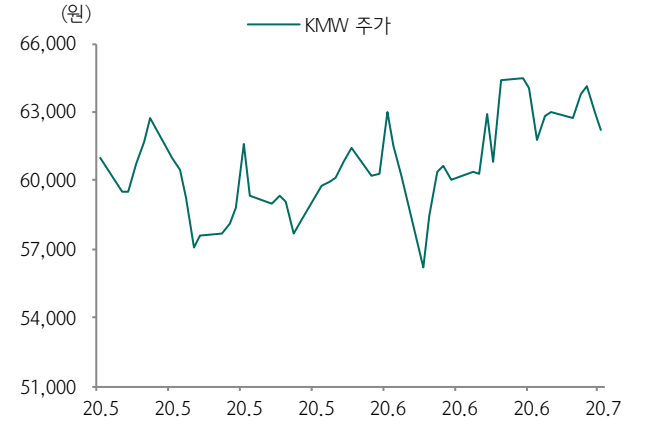
표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	**77.5**	**153.2**	**271.1**	**463.6**	**335.1**	**378.2**	**414.2**	**451.4**
영업이익	**6.6**	**27.4**	**58.6**	**103.9**	**66.9**	**75.4**	**83.3**	**92.5**
(영업이익률)	8.5	17.9	21.6	22.4	20.0	19.9	20.1	20.5
세전이익	15.2	26.5	58.1	103.8	66.8	75.5	83.4	93.0
순이익	**13.0**	**20.7**	**45.3**	**81.0**	**52.1**	**58.9**	**65.1**	**72.5**
(순이익률)	16.8	13.5	16.7	17.5	15.5	15.6	15.7	16.1

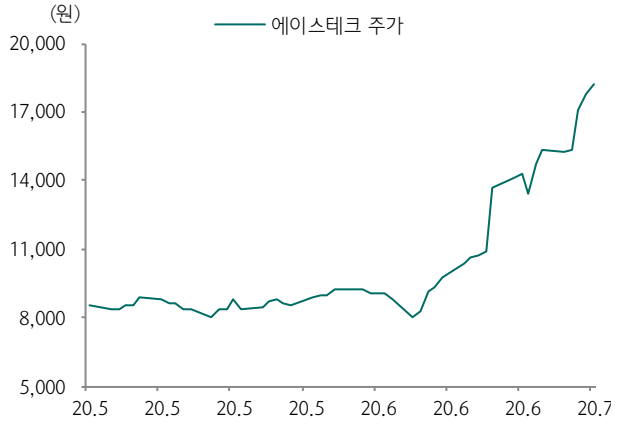
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. KMW 주가 추이



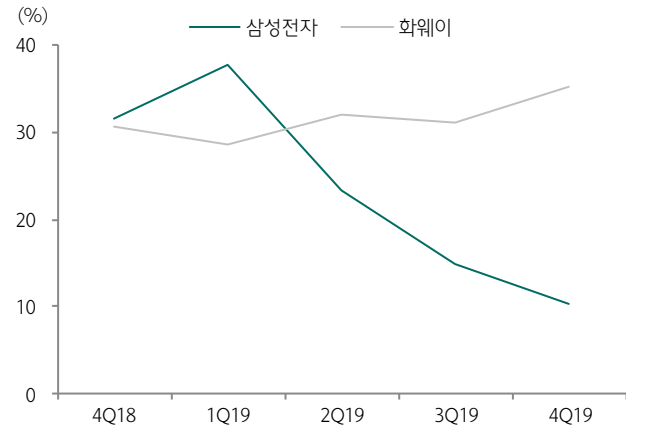
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 2. 에이스테크 주가 추이



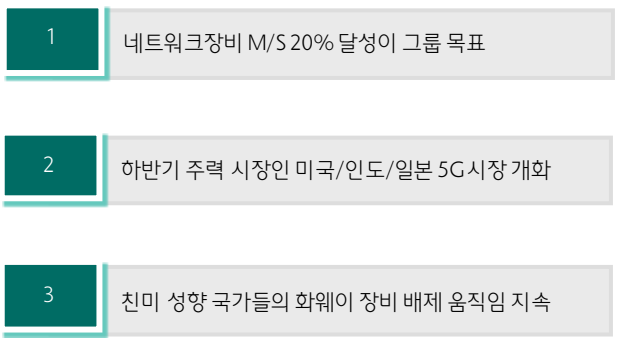
자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 3. 최근 삼성전자/화웨이 네트워크장비 M/S 추이



자료: 델오로, 하나금융투자

그림 4. 하반기 삼성전자 벤더에 주목해야 하는 이유



자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**296.3**	**682.9**	**965.4**	**1,578.9**	**1,731.6**
매출원가	236.0	465.1	437.4	927.2	1,017.7
매출총이익	60.3	217.8	528.0	651.7	713.9
판관비	86.5	81.1	331.6	333.6	359.4
영업이익	**(26.2)**	**136.7**	**196.5**	**318.1**	**354.5**
금융손익	(3.4)	(8.2)	5.1	0.4	1.0
종속/관계기업손익	0.1	1.1	0.3	0.3	0.1
기타영업외손익	(0.2)	(0.2)	1.6	(0.1)	0.0
세전이익	**(29.8)**	**129.4**	**203.6**	**318.7**	**355.6**
법인세	1.5	26.8	43.6	70.1	78.2
계속사업이익	(31.3)	102.7	160.0	248.6	277.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(31.3)**	**102.7**	**160.0**	**248.6**	**277.4**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**(31.3)**	**102.7**	**160.0**	**248.6**	**277.4**
지배주주지분포괄이익	(30.2)	104.4	164.1	248.6	277.4
NOPAT	(27.6)	108.4	154.4	248.1	276.5
EBITDA	(16.6)	145.6	208.6	331.3	368.7
성장성(%)					
매출액증가율	45.5	130.5	41.4	63.5	9.7
NOPAT증가율	적지	흑전	42.4	60.7	11.4
EBITDA증가율	적전	흑전	43.3	58.8	11.3
영업이익증가율	적지	흑전	43.7	61.9	11.4
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	55.8	55.4	11.6
EPS증가율	적지	흑전	51.5	55.4	11.6
수익성(%)					
매출총이익률	20.4	31.9	54.7	41.3	41.2
EBITDA이익률	(5.6)	21.3	21.6	21.0	21.3
영업이익률	(8.8)	20.0	20.4	20.1	20.5
계속사업이익률	(10.6)	15.0	16.6	15.7	16.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**173.1**	**313.3**	**491.7**	**816.2**	**1,108.1**
금융자산	54.1	50.0	119.8	208.6	444.7
현금성자산	53.6	49.6	119.1	207.4	443.5
매출채권 등	63.4	186.9	264.3	432.2	471.9
재고자산	52.3	73.6	104.0	170.1	185.8
기타유동자산	3.3	2.8	3.6	5.3	5.7
비유동자산	**100.4**	**113.7**	**133.3**	**146.8**	**153.9**
투자자산	5.1	7.9	10.8	17.2	18.7
금융자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	88.0	97.7	114.0	121.4	127.7
무형자산	**3.1**	**3.5**	**3.4**	**2.7**	**2.2**
기타비유동자산	**4.2**	**4.6**	**5.1**	**5.5**	**5.3**
자산총계	**273.5**	**427.0**	**625.0**	**963.0**	**1,262.0**
유동부채	**163.0**	**179.2**	**201.6**	**270.5**	**287.4**
금융부채	90.8	90.1	86.1	88.1	89.1
매입채무 등	66.1	70.0	98.9	161.8	176.7
기타유동부채	6.1	19.1	16.6	20.6	21.6
비유동부채	**24.3**	**31.0**	**42.5**	**63.0**	**67.8**
금융부채	**1.1**	**8.8**	**11.1**	**11.6**	**11.7**
기타비유동부채	23.2	22.2	31.4	51.4	56.1
부채총계	**187.3**	**210.3**	**244.1**	**333.5**	**355.2**
지배주주지분	**86.2**	**216.8**	**380.9**	**629.5**	**906.9**
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	7.0	7.0	7.0
이익잉여금	(41.4)	61.4	221.4	470.0	747.3
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**86.2**	**216.8**	**380.9**	**629.5**	**906.9**
순금융부채	37.8	48.8	(22.6)	(108.9)	(343.9)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(927)	2,652	4,017	6,243	6,965
BPS	2,311	5,444	9,566	15,809	22,774
CFPS	(229)	4,144	5,330	8,392	9,286
EBITDAPS	(492)	3,761	5,239	8,321	9,259
SPS	8,781	17,638	24,244	39,650	43,485
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	19.3	15.5	10.0	8.9
PBR	4.8	9.4	6.5	3.9	2.7
PCFR	N/A	12.3	11.7	7.4	6.7
EV/EBITDA	N/A	14.3	11.8	7.1	5.8
PSR	1.3	2.9	2.6	1.6	1.4
재무비율(%)					
ROE	(45.5)	67.8	53.5	49.2	36.1
ROA	(12.9)	29.3	30.4	31.3	24.9
ROIC	(21.8)	49.6	45.5	52.4	47.3
부채비율	217.2	97.0	64.1	53.0	39.2
순부채비율	43.8	22.5	(5.9)	(17.3)	(37.9)
이자보상배율(배)	(4.1)	24.1	53.7	75.5	81.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

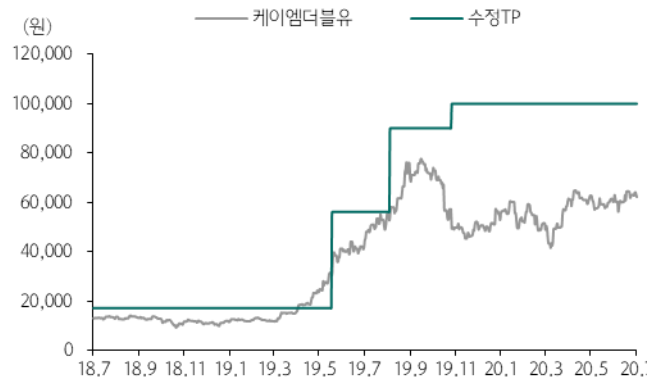
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**(37.4)**	**(3.7)**	**94.9**	**113.0**	**256.3**
당기순이익	(31.3)	102.7	160.0	248.6	277.4
조정	18.0	42.2	2.2	13.2	14.1
감가상각비	9.6	8.9	12.2	13.2	14.2
외환거래손익	(3.4)	4.4	(5.8)	0.0	0.0
지분법손익	0.7	(1.1)	(0.0)	0.0	0.0
기타	11.1	30.0	(4.2)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(24.1)	(148.6)	(67.3)	(148.8)	(35.2)
투자활동 현금흐름	**(21.9)**	**(17.8)**	**(28.6)**	**(27.2)**	**(21.4)**
투자자산감소(증가)	0.7	(2.8)	(2.9)	(6.3)	(1.5)
유형자산감소(증가)	(20.4)	(14.2)	(24.6)	(20.0)	(20.0)
기타	(2.2)	(0.8)	(1.1)	(0.9)	0.1
재무활동 현금흐름	**90.1**	**17.5**	**(3.4)**	**2.5**	**1.1**
금융부채증가(감소)	17.8	7.0	(1.7)	2.5	1.1
자본증가(감소)	59.6	25.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.7	(14.9)	(1.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**31.1**	**(4.2)**	**69.5**	**88.4**	**236.0**
Unlevered CFO	(7.7)	160.4	212.2	334.2	369.8
Free Cash Flow	(58.3)	(21.6)	70.0	93.0	236.3

자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

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%
18.7.12	BUY	16,912	-17.79%	85.67%
17.12.11	BUY	9,664	19.95%	45.50%

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	90.5%	9.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 13일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 07월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 07월 13일 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.