

케이엠더블유 (032500)

이젠 주가 상승을 위한 모든 퍼즐이 맞춰졌다.

매수/TP 10만원 유지, 2Q에 초점 맞춘 투자 전략 세워야

KMW에 대한 투자 의견 매수, 목표가 10만원, 네트워크장비 업종 내 Top Picks 의견을 유지한다. 1) 일본 라쿠텐 직납, 노키아 장비 공급 계약 공시, 중국 통신사 CAPEX 발표, 버라이즌 CAPEX 상향 조정 발표가 이루어짐에 따라 사실상 올해 한 단계 실적 레벨업을 위한 제반 기반이 대부분 마련된 상황이고, 2) 올해 불확실성이 컸던 일본/중국 시장이 예상보다 양호한 모습을 나타내고 있으며, 3) 이미 4월로 들어섬에 따라 2분기 실적에 대한 투자자들의 관심이 높아질 전망인데 현재 주주 상황을 감안할 때 사상 최대 실적에 육박하는 호실적을 기대해볼 수 있을 전망이다, 4) 최근 코로나 19 사태 확산 이후 트래픽이 폭증하는 양상을 나타내고 있어 향후 통신사 네트워크장비 CAPEX 증가에 따른 KMW의 수혜가 예상되며, 5) 올해 수출 부문에서의 불확실성이 상당부분 제거되었음에도 불구하고 주가 상승 폭이 크지 않아 여전히 Valuation상 매력도가 높기 때문이다.

상반기 일본/중국, 하반기 미국 스토리 완성 단계

하나금융투자에선 이미 여러 자료를 통해 올해 KMW의 주가 상승이 상반기 일본과 중국, 하반기 미국 시장에서의 성과에서 출현할 것이라 언급한 바 있다. 그런데 이미 상당부분 팩트가 나오고 있는 상황이다. 일부 투자자들이 도쿄 올림픽 연기로 일본 시장에서의 성과 부진을 걱정했지만 라쿠텐을 시작으로 일본 통신 4개사에서 매출 성과가 본격화되는 양상이다. 여기에 중국에서는 통신 3사가 작년 대비 4배에 달하는 5G 투자를 언급하고 있어 코로나 19 우려를 무색하게 하고 있는 상황이다. ZTE와 노키아를 통한 매출 성장이 기대된다. 최근 버라이즌을 비롯한 미국 통신사들의 CAPEX 전망치 상향 조정도 향후 미국 시장에서의 매출 성장 기대감을 갖게 한다. 삼성전자를 통한 미국 버라이즌/스프린트&T모바일 매출 증가를 기대할 만하다.

정상적 시장이라면 2Q 실적 확인하고 매수하면 늦을 것

아직까지도 KMW 매수를 꺼려하는 투자자들이 적지 않다. 가장 큰 이유는 1Q 예상 영업이익 수준으로는 현 주가가 그리 매력적이지 않기 때문이다. 하지만 4월로 진입한 현 시점에서는 다가올 2Q 실적에 보다 높은 관심을 가질 것을 권한다. 당초 하나금융투자 예상대로 올해 2Q에는 작년 2분기 실적을 뛰어넘는 호실적이 예상되기 때문이다. 라쿠텐을 비롯한 일본 통신 4개사로의 공급 물량 본격화, 3월 국내 통신 3사로의 매출 재개, 중국 통신 3사의 장비 입찰 공고 이후 ZTE의 최근 필터 공급 물량 증대 요구 등을 감안할 때 그렇다. 과거에도 KMW 주가는 실적에 확실히 선행하는 모습을 나타냈다. 막상 2Q 실적을 발표할 8월엔 전고점에 도전하는 주가 흐름이 나타날 가능성이 높아 보인다.

Update

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(3월 31일): 50,200원

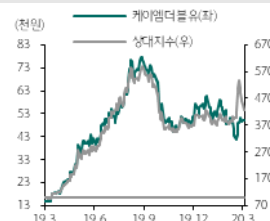
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	569.07
52주 최고/최저(원)	77,700/14,875
시가총액(십억원)	1,999.0
시가총액비중(%)	0.96
발행주식수(천주)	39,820.9
60일 평균 거래량(천주)	1,231.8
60일 평균 거래대금(십억원)	64.3
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	8.74
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 1인	35.48
미래에셋자산운용 외 5인	6.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.2 (31.1) 231.9
상대	10.7 (24.8) 325.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	716.8	1,004.1
영업이익(십억원)	157.2	206.4
순이익(십억원)	129.5	164.5
EPS(원)	3,344	4,052
BPS(원)	5,605	9,507

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.7	296.3	682.9	1,199.1	1,578.9
영업이익	십억원	(3.0)	(26.2)	136.7	253.4	318.1
세전이익	십억원	(7.6)	(29.8)	129.4	250.6	318.7
순이익	십억원	(8.7)	(31.3)	102.7	195.5	248.6
EPS	원	(259)	(927)	2,652	4,909	6,243
증감률	%	적전	적지	흑전	85.1	27.2
PER	배	N/A	N/A	19.27	10.23	8.04
PBR	배	7.42	4.77	9.32	4.83	3.02
EV/EBITDA	배	68.44	N/A	13.19	7.33	5.19
ROE	%	(17.94)	(45.51)	67.42	61.84	46.20
BPS	원	1,713	2,311	5,483	10,392	16,634
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

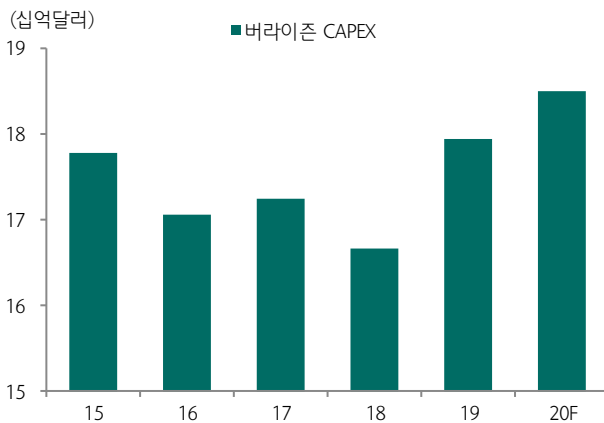
(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	118.2	212.3	265.0	87.3	111.2	243.2	381.1	463.6
영업이익	24.8	55.5	57.8	(1.4)	12.5	57.4	79.6	103.9
(영업이익률)	21.0	26.1	21.8	(1.6)	11.2	23.6	20.9	22.4
세전이익	25.7	53.1	60.6	(10.0)	11.2	56.5	79.1	103.8
순이익	21.4	43.2	51.1	(13.0)	8.8	44.1	61.7	81.0
(순이익률)	18.1	20.3	19.3	(14.9)	7.9	18.1	16.2	17.5

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

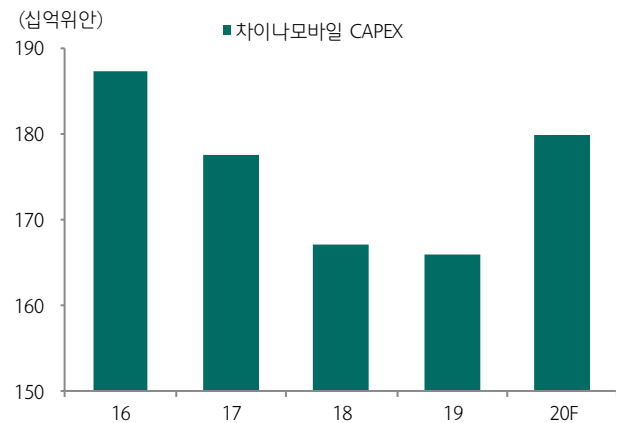
자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. 버라이즌 CAPEX 추이 및 전망



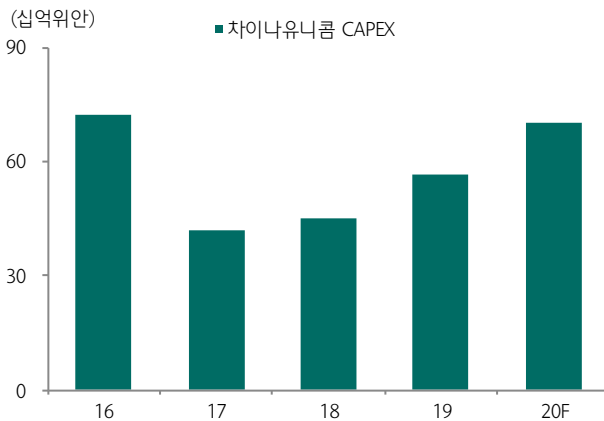
자료: 버라이즌, 하나금융투자

그림 2. 차이나모바일 CAPEX 추이 및 전망



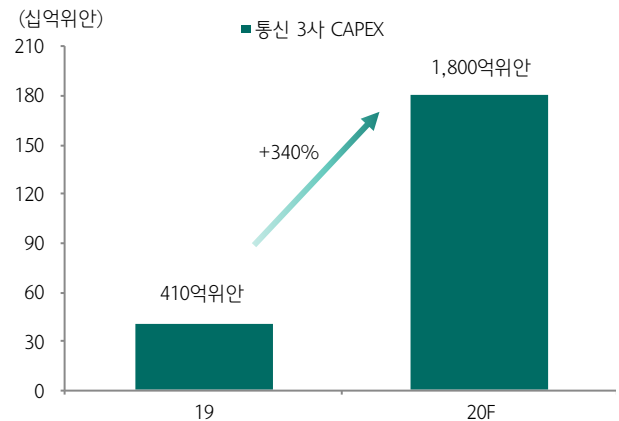
자료: 차이나모바일, 하나금융투자

그림 3. 차이나유니콤 CAPEX 추이 및 전망



자료: 차이나유니콤, 하나금융투자

그림 4. 중국 통신 3사 2019/2020 5G CAPEX 전망



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.7	296.3	682.9	1,199.1	1,578.9
매출원가	142.6	236.0	502.5	1,041.4	1,281.9
매출총이익	61.1	60.3	180.4	157.7	297.0
판매비	64.2	86.5	43.6	(95.7)	(21.1)
영업이익	(3.0)	(26.2)	136.7	253.4	318.1
금융손익	(8.2)	(3.4)	(1.9)	(3.6)	0.4
중속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.3	0.3
기타영업외손익	3.5	(0.2)	(5.4)	0.5	(0.1)
세전이익	(7.6)	(29.8)	129.4	250.6	318.7
법인세	1.1	1.5	26.7	55.1	70.1
계속사업이익	(8.7)	(31.3)	102.8	195.5	248.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.7)	(31.3)	102.7	195.5	248.6
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(8.7)	(31.3)	102.7	195.5	248.6
지배주주지분포괄이익	(13.6)	(30.2)	106.7	195.5	248.6
NOPAT	(3.5)	(27.6)	108.5	197.7	248.1
EBITDA	6.9	(16.6)	148.1	263.9	331.0
성장성(%)					
매출액증가율	(3.2)	45.5	130.5	75.6	31.7
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	82.2	25.5
EBITDA증가율	2,200.0	적전	흑전	78.2	25.4
영업이익증가율	적지	적지	흑전	85.4	25.5
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	90.4	27.2
EPS증가율	적전	적지	흑전	85.1	27.2
수익성(%)					
매출총이익률	30.0	20.4	26.4	13.2	18.8
EBITDA이익률	3.4	(5.6)	21.7	22.0	21.0
영업이익률	(1.5)	(8.8)	20.0	21.1	20.1
계속사업이익률	(4.3)	(10.6)	15.1	16.3	15.7

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(259)	(927)	2,652	4,909	6,243
BPS	1,713	2,311	5,483	10,392	16,634
CFPS	464	(229)	3,974	6,666	8,396
EBITDAPS	207	(492)	3,827	6,627	8,313
SPS	6,073	8,781	17,641	30,112	39,650
DPS	0	0	0	0	0
주가지지표(배)					
PER	N/A	N/A	19.3	10.2	8.0
PBR	7.4	4.8	9.3	4.8	3.0
PCFR	27.4	N/A	12.9	7.5	6.0
EV/EBITDA	68.4	N/A	13.2	7.3	5.2
PSR	2.1	1.3	2.9	1.7	1.3
재무비율(%)					
ROE	(17.9)	(45.5)	67.4	61.8	46.2
ROA	(4.1)	(12.9)	26.5	20.6	16.5
ROIC	(3.1)	(21.8)	67.3	56.3	46.3
부채비율	315.9	217.2	130.0	236.4	144.3
순부채비율	100.0	43.8	(36.6)	(15.4)	(42.5)
이자보상배율(배)	(0.5)	(4.1)	23.9	37.7	42.5

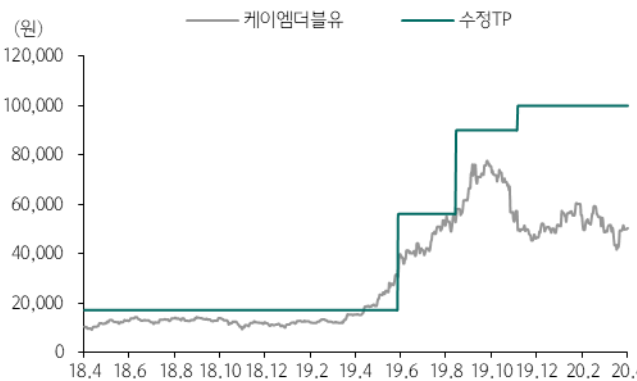
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	123.8	173.1	392.4	1,242.2	1,432.2
금융자산	22.7	54.1	200.9	225.7	442.5
현금성자산	22.5	53.6	200.1	221.5	438.3
매출채권 등	45.4	63.4	102.2	542.6	528.3
재고자산	53.3	52.3	84.3	447.7	435.9
기타유동자산	2.4	3.3	5.0	26.2	25.5
비유동자산	89.5	100.4	109.7	150.0	186.1
투자자산	5.8	5.1	7.8	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	4.5	4.5	4.5
자산총계	213.4	273.5	502.1	1,392.2	1,618.3
유동부채	140.8	163.0	243.6	777.2	759.9
금융부채	66.2	90.8	118.2	159.2	157.8
매입채무 등	60.5	66.1	106.5	565.7	550.8
기타유동부채	14.1	6.1	18.9	52.3	51.3
비유동부채	21.3	24.3	40.2	201.2	195.9
금융부채	7.9	1.1	2.8	2.8	2.8
기타비유동부채	13.4	23.2	37.4	198.4	193.1
부채총계	162.1	187.3	283.8	978.4	955.9
지배주주지분	51.3	86.2	218.3	413.8	662.4
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)	61.3	256.8	505.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	51.3	86.2	218.3	413.8	662.4
순금융부채	51.3	37.8	(80.0)	(63.8)	(281.8)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.9)	(37.4)	119.8	34.6	267.1
당기순이익	(8.7)	(31.3)	102.7	195.5	248.6
조정	17.4	18.0	33.3	10.5	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	22.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(16.6)	(24.1)	(16.2)	(171.4)	5.6
투자활동 현금흐름	(0.5)	(21.9)	(17.5)	(54.2)	(48.9)
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.7	(2.7)	(30.8)	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	42.3	41.0	(1.3)
금융부채증가(감소)	(13.6)	17.8	29.1	41.0	(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	146.3	21.4	216.8
Unlevered CFO	15.6	(7.7)	153.8	265.4	334.3
Free Cash Flow	(13.7)	(58.3)	106.1	14.6	217.1

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%
18.4.4	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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 1일

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 4월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 4월 1일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.