



케이엠더블유(032500.KQ)

스몰캡 박종선

Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

5G 투자에 따른 RF부품사업 국내외 매출 확대 전망

NR

■ 국내는 물론, 미국, 일본, 중국 등의 5G 투자에 따른 실적 성장 기대

1) 국내 5G 투자 본격화로 동사의 실적이 4분기부터 성장 전망: 국내는 내년 3월 본격 5G 상용서비스를 위해 공격적으로 투자가 진행될 예정이며, 동사는 4분기부터 점차 실적에 반영되며 수혜가 예상됨. 동사는 국내 가장 큰 시장점유율 가진 삼성전자는 필터 및 안테나 제품을 지속 공급하게 되면서 4G에 이어 안정적인 성장을 이어갈 것임. 또한 노키아와 공동개발을 통해 MMR(Massive MIMO[Multiple Input Multiple Output] Radio, 대용량 다중입출력장치)를 개발 완료하고 공급을 진행할 예정임. 따라서 동사는 국내 시장에 5G 관련 기지국 장비 및 부품을 공급하면서 본격적인 5G 수혜가 시작되어 향후 수년간 수년간 실적 성장이 지속될 것임

2) 고객사 다변화를 통한 해외 매출 확대 전망: 동사는 삼성전자, 노키아는 물론 ZTE, NEC, FUJITSU 등을 고객사로 확보하며 국내는 물론 미국, 일본, 중국 의 통신사업자에 장비 및 부품을 공급하고 있음. 고객사 다변화에 따라 MMR, MBF(Micro Bellows Filter, 초소형경량필터) 등의 RF부품(RRH류, 안테나류, 필터류 등) 관련 매출이 급증할 것으로 예상되며, 이에 따른 성장이 기대됨

■ 올해 하반기부터 점차 수익성 개선되면서 2019년 본격 성장 전망

당사 추정 2019년 예상실적(연결기준)은 매출액 4,300억원, 영업이익 449억원으로 전년동기대비 매출액은 +33.3% 증가하고, 영업흑자전환 전망함

설립 초기부터 이동통신 기지국내 주요 RF(Radio Frequency, 무선주파수) 부품인 RRH(Remote Radio Head, 원격기지국무선장치), 안테나, 필터 제품을 주로 생산함. 이는 5G 투자 확대에 가장 큰 시장을 형성한 통신장비로 국내는 물론 해외 고객을 중심으로 큰 폭으로 실적 성장할 것으로 전망함

■ 2019년 본격 성장세로 전환, 중장기적 매수 유효

당사추정 예상실적(연결기준) 기준으로 2019년 PER은 10.7배 수준임

Financial Data (연결기준)

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	210.5	203.7	322.5	430.0	538.9
영업이익(십억원)	-14.5	-3.0	0.0	44.9	58.0
세전계속사업손익(십억원)	-11.6	-7.6	-3.3	40.4	52.2
당기순이익(십억원)	3.7	-8.7	-5.3	36.4	47.0
EPS(원)	236	-521	-318	2,185	2,818
EPS 증감률(%)	흑전	적전	-	흑전	29.0
PER(배)	30.6	-	-	10.7	8.3
ROE(%)	8.4	-17.9	-9.5	46.1	38.9
PBR(배)	2.6	8.3	6.4	4.0	2.7

자료: 유진투자증권

현재주가(11/23) 23,450원

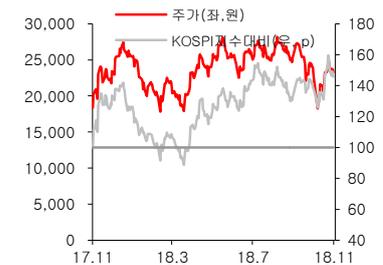
Key Data (기준일: 2018.11.23)

KOSPI(pt)	2,057
KOSDAQ(pt)	683
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	378
52주 최고/최저(원)	29,950 / 17,500
52주 일간 Beta	1.85
발행주식수(천주)	18,810
평균거래량(3M,천주)	147
평균거래대금(3M,백만원)	3,723
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	2.7
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	39.6
국민연금	7.1

Company Performance

주국이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	2.9	-8.4	-5.6	27.7
KOSPI대비상대이익률	7.8	5.2	15.8	42.0

Company vs KOSPI composite





실적 추이 및 전망

도표 113 분기별/연간 실적 전망

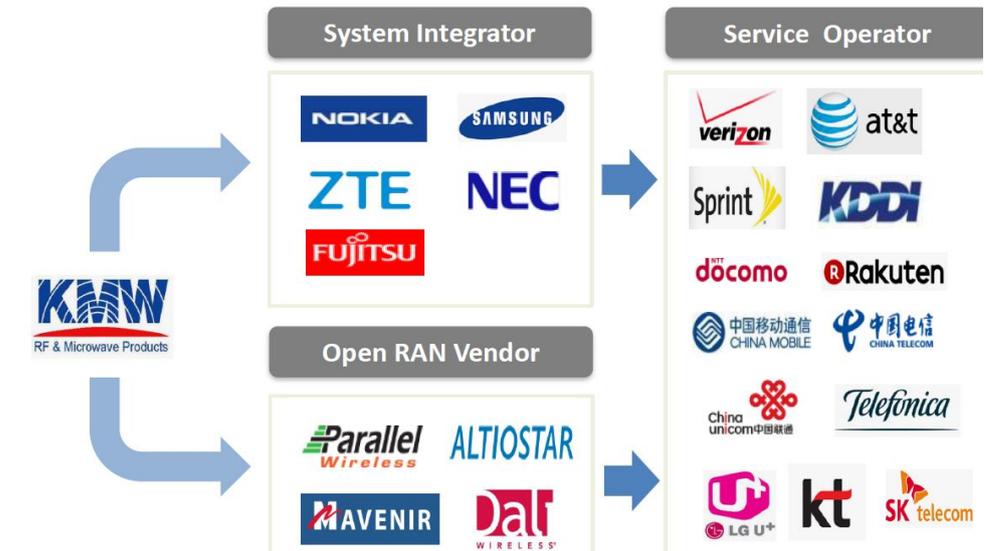
(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	68.3	55.0	43.8	36.6	70.4	85.0	86.7	80.4	210.5	203.7	322.5	430.0
매출액 증가율(%)	-3.5	39.4	9.4	-39.2	3.1	54.5	98.0	119.4	-4.2	-3.2	58.3	33.3
사업별 매출												
RF부품	61.0	50.3	35.5	25.3	63.1	77.4	82.1	66.0	170.4	178.2	288.6	389.4
RRH류	10.0	9.1	7.7	-0.1	2.0	7.0	26.0	27.8	41.0	34.6	62.9	94.3
안테나류	14.8	18.2	9.3	6.8	22.6	29.7	18.0	10.2	24.2	51.0	80.6	120.9
필터류	36.3	22.9	18.5	18.6	38.5	40.6	38.1	28.0	105.1	92.5	145.1	174.1
LED조명	7.3	4.7	8.1	11.5	7.3	7.6	4.6	14.4	40.1	25.5	33.9	40.6
매출비중(%)												
RF부품	89.4	91.4	81.0	69.1	89.6	91.1	94.7	82.1	80.9	87.5	89.5	90.5
RRH류	14.6	16.6	17.6	-0.4	2.8	8.3	30.0	34.6	19.5	17.0	19.5	21.9
안테나류	21.7	33.1	21.2	18.6	32.1	35.0	20.8	12.7	11.5	25.1	25.0	28.1
필터류	53.1	41.7	42.2	50.9	54.7	47.8	43.9	34.8	49.9	45.4	45.0	40.5
LED조명	10.6	8.6	18.5	31.4	10.4	8.9	5.3	17.9	19.1	12.5	10.5	9.5
수익												
매출원가	46.9	39.7	27.6	28.4	51.0	69.5	66.8	59.3	161.5	142.6	246.5	307.8
매출총이익	21.4	15.3	16.1	8.3	19.4	15.5	19.9	21.1	49.0	61.1	76.0	122.2
판매관리비	15.7	15.0	15.5	18.0	16.7	22.9	20.6	15.9	63.5	64.2	76.0	77.3
영업이익	5.7	0.3	0.7	-9.7	2.8	-7.4	-0.7	5.2	-14.5	-3.0	-0.0	44.9
세전이익	4.2	-0.6	0.7	-11.9	1.0	-7.2	-1.7	4.7	-11.6	-7.6	-3.3	40.4
당기순이익	3.6	-1.4	0.7	-11.6	0.7	-7.6	-2.6	4.2	3.7	-8.7	-5.3	36.4
지배기업 당기순이익	3.6	-1.4	0.7	-11.6	0.7	-7.6	-2.6	4.2	3.9	-8.7	-5.3	36.4
이익률(%)												
매출원가율	68.7	72.1	63.1	77.5	72.4	81.7	77.0	73.7	76.7	70.0	74.5	70.7
매출총이익률	31.3	27.9	36.9	22.5	27.6	18.3	23.0	26.3	23.3	30.0	25.5	29.3
판매관리비율	23.0	27.3	35.3	49.1	23.7	26.9	23.7	19.7	30.2	31.5	25.9	19.0
(영업이익률)	8.3	0.6	1.5	-26.5	3.9	-8.7	-0.8	6.5	-6.9	-1.5	-0.4	10.3
(경상이익률)	6.2	-1.0	1.6	-32.5	1.4	-8.5	-2.0	5.9	-5.5	-3.7	-1.1	9.2
(당기순이익률)	5.2	-2.6	1.7	-31.6	0.9	-9.0	-3.0	5.3	1.8	-4.3	-1.5	8.3
(지배주주당기순이익률)	5.2	-2.6	1.7	-31.6	0.9	-9.0	-3.0	5.3	1.9	-4.3	-1.5	8.3

자료: 유진투자증권



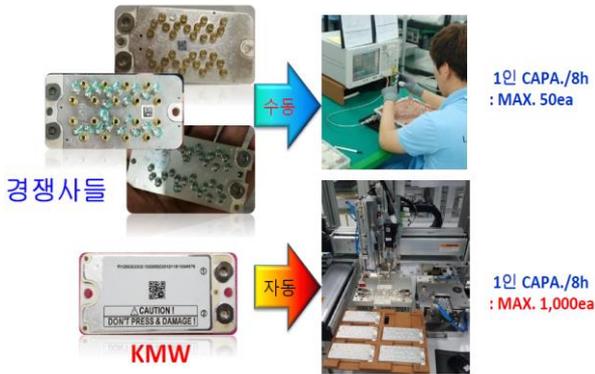
RF부품, 5G 수혜 지속 전망

도표 114 동사의 주요고객 및 Value Chain



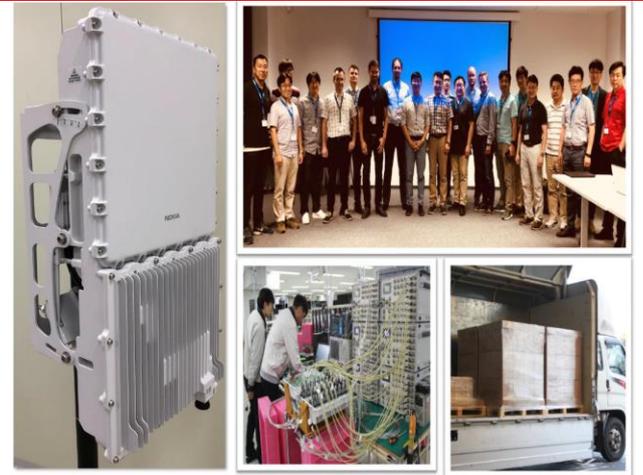
자료: IR book, 유진투자증권

도표 115 MBF (초소형 경량 필터)



참고: MBF(Micro Bellows Filter)
자료: 유진투자증권

도표 116 노키아와 공동개발한 MMR



참고: MMR(Massive MIMO Radio), MIMO(Multiple Input Multiple Output)
자료: 유진투자증권



도표 117 5G 도입으로 초소형 필터의 수요 증가

MIMO	1 X 2	2 X 2 2 X 4	4 X 4	8 X 8	32 X 32	64 X 64
Number of Filter	3	4 6	4 or 8	8	32	64
Filter Size (1T1R) (Liters)	2.99 (900MHz)	1.65 (2.1GHz)	1.19 (2.6GHz)	0.87 (2.6GHz)	0.05 (3.5GHz)	0.05 (3.5GHz)
System	2G GSM CDMA	3G W-CDMA EV-DO	4G LTE	4G LTE TD-LTE	5G	5G

자료: IR Book, 유진투자증권

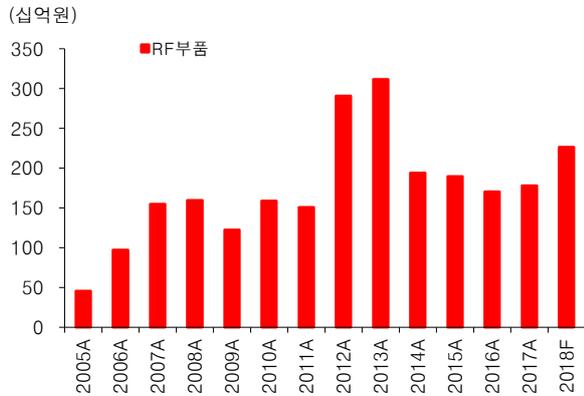
도표 118 현재 동사가 진행 중인 MBF 관련 프로젝트: 총 32종, 개발완료 22종, 검토중 10종

Project Name	SO	SI	개발완료	초도생산	금형제작	양산시점	비고
M86FLA35E	China Mobile	Z	O	O	O	O	64ea
M86FLA26A	China Mobile	Z	O	O	O	19년 1월	64ea
M86FLA37B	ITALY	Z	O	O		초도 생산중	64ea
M86FLA49A	China Mobile	Z	O	O		초도 생산중	64ea
M87FLA35A	China Mobile	Z	O	O		초도 생산중	16ea
3.6G MBF	SKT	S	O	O	O	O	32ea
3.5G MBF	KT	S	O	O	O	O	32ea
3.4G MBF	LGU+	S	O	O	O	O	32ea
2.3G MBF	인도 Reliance	S	O	O	O		64ea
2.5G MBF	Sprint	S	O	O	O	O	64ea
3.5G MBF	KDDI	S	O	O	O	초도 생산중	32ea
3.5G MBF	AT&T	S	O	O	O	초도 생산중	32ea
3.5G MBF(FULL)	SKT/KT/LGU+	N	O	O	O	O	32ea
3.7G MBF	DOCOMO	F	O	O		초도 생산중	32ea
4.5G MBF	DOCOMO	F	O	O		초도 생산중	32ea
M86FLA45A	Softbank	Z	O	O			64ea
M66FLB18A	China Telecom	Z	O	O			64ea
R56FLA36A	Google	Z	O	O			64ea
M7CFLB35A	China Mobile	Z	O	O			8ea
2.6G MBF	일본 UQ com	S	O	O			32ea
2C OS B3 MBF	GLOBAL	S	O	O			8ea
2.5G MBF	GLOBAL	N	O	O			64ea

자료: IR Book, 유진투자증권

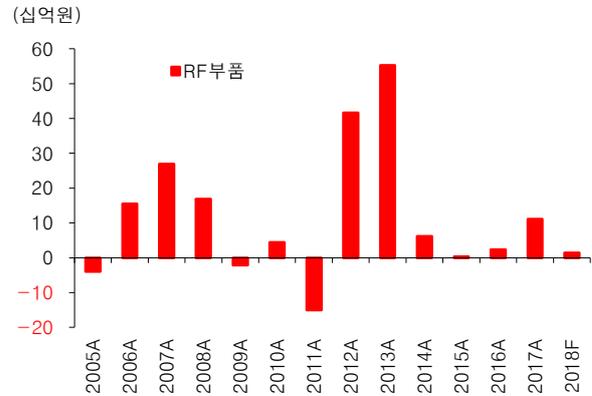


도표 119 RF부품 매출액 2016년 저점으로 회복 전망



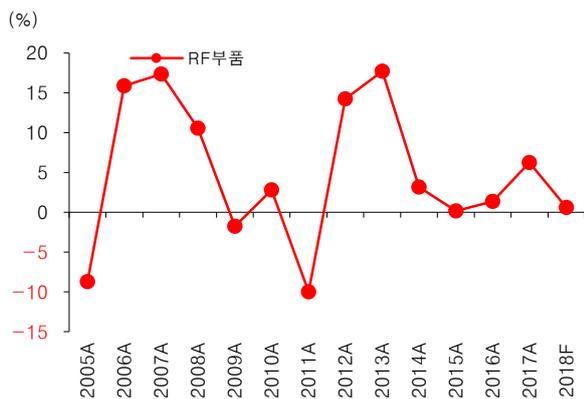
자료: 유진투자증권

도표 120 RF부품 영업이익



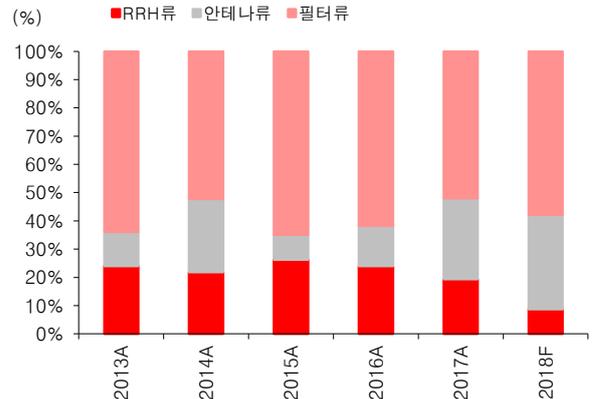
자료: 유진투자증권

도표 121 RF부품 영업이익률



자료: 유진투자증권

도표 122 안정적인 제품군 보유



자료: 유진투자증권



이동통신 기지국 RF부품의 강자

도표 123 사업 영역: RRH, Antenna, RRA(RRH + Antenna)



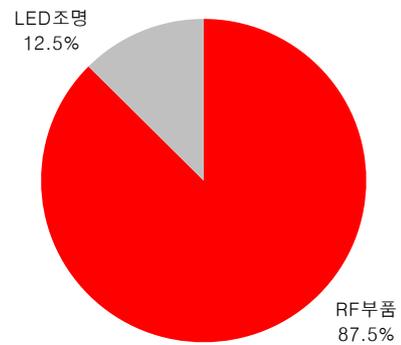
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 124 주요 연혁

연도	내용
1991.1.10	회사 설립, 코리아마이크로웨이브
1994.10.5	법인 전환
1996.5.23	사명 변경 (→케이엠더블유, KWM Inc.)
2000.3.17	코스닥시장 상장
2013.05	월드클래스 300기업 선정
2014.01	GigaTera EU, JAPAN 설립
2014.03	GigaTera MiddleEast 설립
2014.11	자회사 (주)텔콘 코스닥 상장
2015.02	KMW Vietnam 설립
2015.04.07	GigaTera Turkey, India 설립
2016.03	텔콘 매각

자료: 유진투자증권

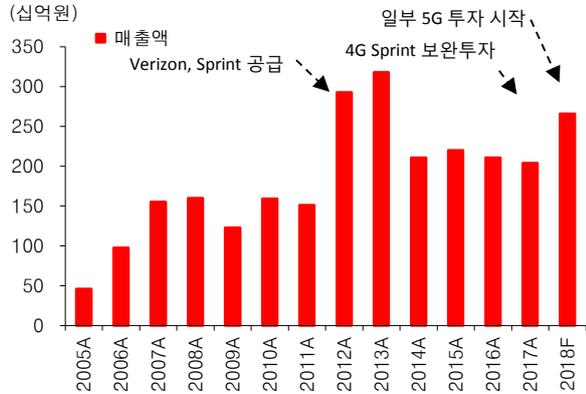
도표 125 매출 비중 (2017년 기준)



자료: 유진투자증권

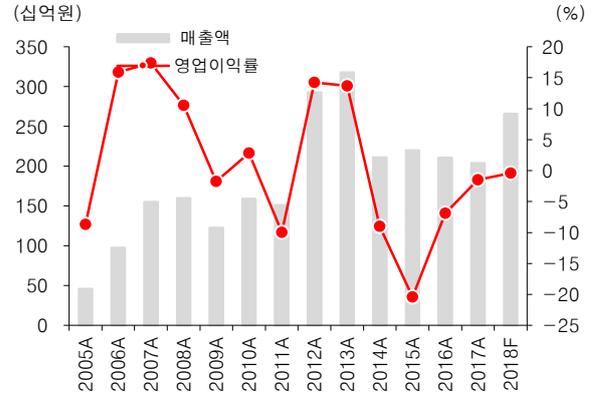


도표 126 2018년 5G 투자로 실적 성장 전망



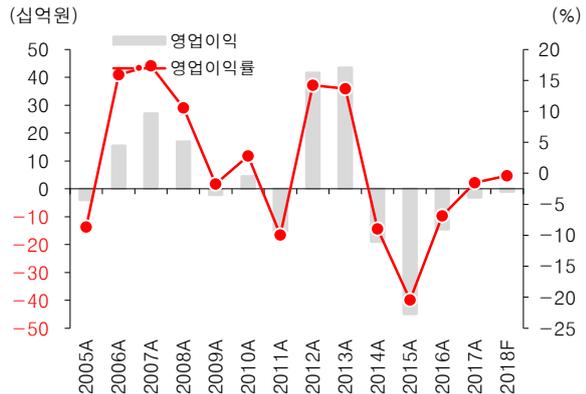
자료: 유진투자증권

도표 127 2018년 매출액 증가로 수익성 개선 전망



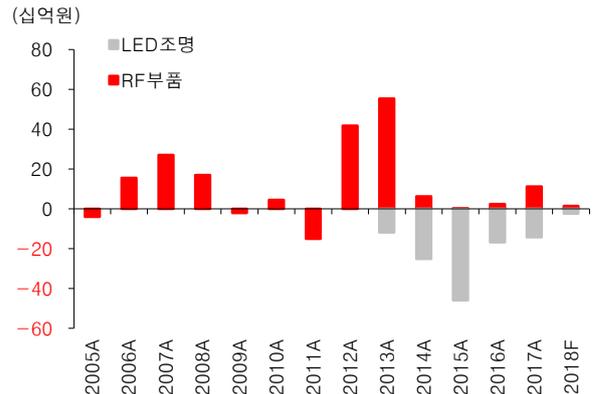
자료: 유진투자증권

도표 128 2017년 영업이익 흑자 전환



자료: 유진투자증권

도표 129 RF부품이 꾸준한 수익 발생



자료: 유진투자증권



케이엠더블유(032500.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	208.3	213.4	294.9	363.3	442.5
유동자산	106.6	123.8	195.6	260.9	334.3
현금성자산	23.7	22.7	36.7	48.6	68.3
매출채권	39.9	45.0	98.3	131.9	165.6
재고자산	40.7	53.3	57.9	77.7	97.6
비유동자산	101.7	89.5	99.3	102.4	108.1
투자자산	12.6	11.8	11.1	11.5	12.0
유형자산	84.8	73.7	84.4	86.9	92.1
기타	4.3	4.0	3.8	3.9	4.1
부채총계	162.7	162.1	234.1	266.2	298.4
유동부채	150.0	140.8	195.8	227.2	258.9
매입채무	54.2	53.8	91.5	122.8	154.2
유동성이자부채	85.4	66.2	83.2	83.2	83.2
기타	10.4	20.9	21.1	21.3	21.5
비유동부채	12.7	21.3	38.4	38.9	39.5
비유동기타부채	2.3	7.9	23.6	23.6	23.6
기타	10.4	13.4	14.8	15.3	15.9
자본총계	45.6	51.3	60.8	97.2	144.1
지배지분	45.6	51.3	60.8	97.2	144.1
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	48.3	58.8	67.6	67.6	67.6
이익잉여금	(1.8)	(10.1)	(15.4)	21.0	67.9
기타	(9.1)	(5.5)	0.5	0.5	0.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	45.6	51.3	60.8	97.2	144.1
총차입금	87.7	74.1	106.8	106.8	106.8
순차입금	64.0	51.3	70.2	58.3	38.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	13.7	(7.9)	(13.1)	25.8	36.8
당기순이익	3.7	(8.7)	(5.3)	36.4	47.0
자산상각비	14.8	10.0	10.3	11.0	11.6
기타비현금성손익	(29.3)	(0.1)	8.0	0.3	0.4
운전자본증감	9.4	(16.6)	(21.7)	(21.9)	(22.0)
매출채권감소(증가)	13.0	(17.3)	(49.1)	(33.6)	(33.7)
재고자산감소(증가)	8.5	(12.7)	(5.7)	(19.8)	(19.9)
매입채무증가(감소)	(10.6)	4.7	35.0	31.3	31.4
기타	(1.5)	8.7	(1.9)	0.2	0.2
투자활동현금흐름	78.6	(0.5)	(20.3)	(13.9)	(17.1)
단기투자자산감소	4.0	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(6.8)	(5.9)	(19.3)	(12.4)	(15.5)
유형자산처분	36.6	6.6	0.4	0.0	0.0
무형자산처분	(1.4)	(1.0)	(1.1)	(1.3)	(1.3)
재무활동현금흐름	(82.0)	7.2	47.2	0.0	0.0
차입금증가	(78.7)	(1.3)	37.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	7.7	4.4	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	9.8	(1.6)	13.7	11.9	19.7
기초현금	14.4	24.2	22.5	36.2	48.1
기말현금	24.2	22.7	36.2	48.1	67.8
Gross cash flow	9.4	15.6	13.0	47.8	58.9
Gross investment	(84.0)	16.9	41.8	35.9	39.1
Free cash flow	93.4	(1.3)	(28.8)	11.9	19.8

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	210.5	203.7	322.5	430.0	538.9
증가율(%)	(4.2)	(3.2)	58.3	33.3	25.3
매출원가	161.5	142.6	246.5	307.8	386.5
매출총이익	49.0	61.1	76.0	122.2	152.4
판매및 일반관리비	63.5	64.2	76.0	77.3	94.4
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	(14.5)	(3.0)	(0.0)	44.9	58.0
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	29.0
EBITDA	0.3	6.9	10.3	56.0	69.5
증가율(%)	흑전	2,599.5	48.2	444.3	24.2
영업외손익	2.9	(4.5)	(3.2)	(4.5)	(5.8)
이자수익	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
이자비용	7.2	5.7	6.2	7.5	7.5
지분법손익	0.4	0.1	(0.7)	0.2	0.2
기타영업외손익	9.6	0.9	3.3	2.6	1.3
세전순이익	(11.6)	(7.6)	(3.3)	40.4	52.2
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	29.0
법인세비용	3.9	1.1	2.0	4.0	5.2
당기순이익	3.7	(8.7)	(5.3)	36.4	47.0
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	29.0
지배주주지분	3.9	(8.7)	(5.3)	36.4	47.0
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	29.0
비지배지분	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	236	(521)	(318)	2,185	2,818
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	29.0
수정EPS	236	(521)	(318)	2,185	2,818
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	29.0

주요투자지표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	236	(521)	(318)	2,185	2,818
BPS	2,735	3,080	3,647	5,832	8,650
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	30.6	-	-	10.7	8.3
PBR	2.6	8.3	6.4	4.0	2.7
EV/ EBITDA	717.8	68.4	44.8	8.0	6.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	12.8	27.2	30.0	8.2	6.6
수익성(%)					
영업이익률	(6.9)	(1.5)	(0.0)	10.4	10.8
EBITDA이익률	0.1	3.4	3.2	13.0	12.9
순이익률	1.8	(4.3)	(1.6)	8.5	8.7
ROE	8.4	(17.9)	(9.5)	46.1	38.9
ROIC	(7.0)	(2.2)	(0.0)	29.3	31.9
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	140.5	100.0	115.5	60.0	26.7
유동비율	71.0	88.0	99.9	114.8	129.2
이자보상배율	-	-	-	6.1	7.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	4.6	4.8	4.5	3.7	3.6
재고자산회전율	4.5	4.3	5.8	6.3	6.1
매입채무회전율	3.6	3.8	4.4	4.0	3.9