

# 케이엠더블유 (032500)

2019. 05. 20 **통신장비**

## 향후 실적이 더 좋아질 수 밖에 없는 3가지 이유

Analyst **이왕진**

02. 3779 8832

wangjin4268@ebestsec.co.kr

**Buy (Initiate)**

목표주가 **37,000 원**

현재주가 **27,650 원**

### 1Q19 노키아 MMR장비 점유율 5%

국내 통신 장비 점유율은 2018년 기준 삼성전자 45%, 노키아 30%, 에릭슨 15%, 화웨이 10% 수준이다. 현재 5G기지국은 기존 LTE 코어를 활용하는 eN-gNB형식으로 구축이 되고 있어 LTE코어망 연동이 필수적이다. 즉, 5G 망 구축 시 기존 LTE망 점유율과 동일하게 진행 될 가능성이 매우 크다. 1Q19 노키아의 통신장비 점유율은 약 5%로 추정되는 점을 고려해 본다면, 동사의 실적은 2Q와 3Q에 증가 할 것으로 전망된다.

### 셀 사이트당 기지국 현재 대비 약 +40% 증가 전망

1Q19 기준 통신사별 MMR 증계기 개수는 SKT 3.7만대, KT 1.7만대, LGU 1.4만대로, 기지국당 MMR은 SKT 2.5대, KT 2.0대, LGU 2.1대 수준이다. 셀 사이트당 360도 커버리지를 시현하기 위해서 사이트당 필요 MMR은 3개수준인데, 현재수치는 통신 3사가(특히 KT와 LGU) 풀 커버리지 보단 커버리지 확대에 집중하고 있다는 점을 알 수 있다. 커버리지가 일정량 확보된 후 통신 3사는 사이트당 Full 커버리지를 위해 보안 투자를 진행 할 것이며, 보안투자 진행 시 사이트당 MMR은 약 +40% 증가할 것으로 전망된다.

### 통신 3사 셀 사이트 구축 로드맵 지속 상향

통신 3사의 기존 기지국 구축 로드맵이 지속적으로 증가함에 따라 동사 역시 큰 외형성장이 전망된다. 통신3사의 기존 로드맵은 '19년 2만 사이트, '23년까지 약 13만 사이트 구축이었지만, 1Q19 기준 통신 3사의 셀 사이트는 이미 4만 사이트가 돌파하였고, 올해에만 누적 11만 사이트를 구축할 계획이다. 5G 스마트폰 상용화를 고려 시 로드맵은 더욱 상향될 가능성이 높다 전망된다.

### 투자의견 BUY, 적정주가 37,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 적정주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2019 예상 EPS 1,677원에 Target PER 22배를 적용하여 산출하였다. 현재 RRH관련 통신장비업체 중 중국향 매출 비중이 높은 업체 PER은 약 22배 수준으로 Target PER은 정당하다 판단된다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (05/17)		714.13 pt
시가총액		10,402 억원
발행주식수		37,620 천주
52 주 최고가/최저가	28,000 / 9,125 원	
90 일 일평균거래대금		106.67 억원
외국인 지분율		7.7%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		4,036 원
KOSDAQ 대비	1 개월	54.9%
	6 개월	128.4%
	12 개월	145.1%
주주구성	김덕용외 2인	36.7%
	미래에셋자산운용(주)	8.4%
	국민연금공단	8.3%

### Stock Price



### Financial Data

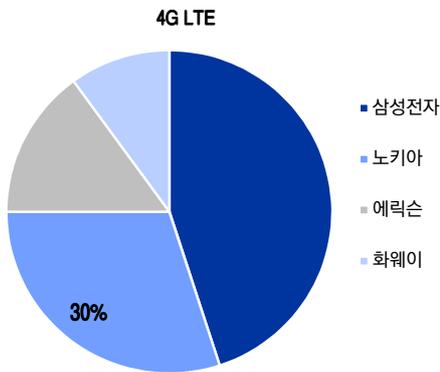
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	204	-3	-8	-9	-268	적전	7	-47.5	68.4	8.3	-17.9
2018	296	-26	-30	-31	-918	적지	-17	-12.0	-27.3	4.8	-45.5
2019E	499	83	79	63	1,677	흑전	100	16.5	10.2	6.9	52.8
2020E	584	92	92	72	1,907		111	14.5	8.8	4.7	38.1
2021E	642	109	109	85	2,253		124	12.3	7.7	3.4	31.8

자료: 케이엠더블유, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 1Q 노키아 장비 점유율 5%

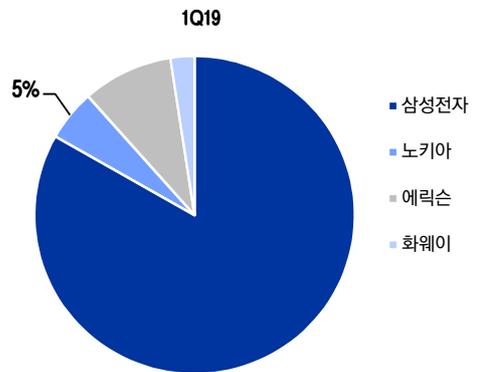
3GPP에서 제시한 5G 망은 크게 SA(Standalone: 독립형) 방식과 NSA(Non Standalone: 비독립형) 방식이다. SA는 gNB(5G 기지국)를 구축하여 5G 코어와 직접 연동하는 구조이다. NSA는 기존 4G LTE망을 이용, 4G 코어와 5G 코어 모두 연동 가능한 eN-gNB를 구축하는 방식이다. 여기서 핵심은 현재 구축되고 있는 기지국은 모두 4G 코어와 연동이 되어야 하는 점이다. 국내 4G LTE망은 크게 삼성, 노키아, 에릭슨, 화웨이로 나뉜다. 2018년 기준 점유율은 삼성 45%, 노키아 30%, 에릭슨 15%이다. 기존 LTE망에 노키아 장비가 전체 장비 중 30% 구축이 되어있는 점을 고려하였을 때, 전체 eN-gNB 구축에 있어 노키아 장비의 구축 비율은 약 30%에 가까워야 한다. 1Q19기준 노키아 장비 M/S가 약 5%인 것을 고려하였을 때, 동사의 RRH매출은 QoQ 증가할 가능성이 매우 크다.

그림59 4G LTE 국내 통신장비 점유율: 노키아 30%



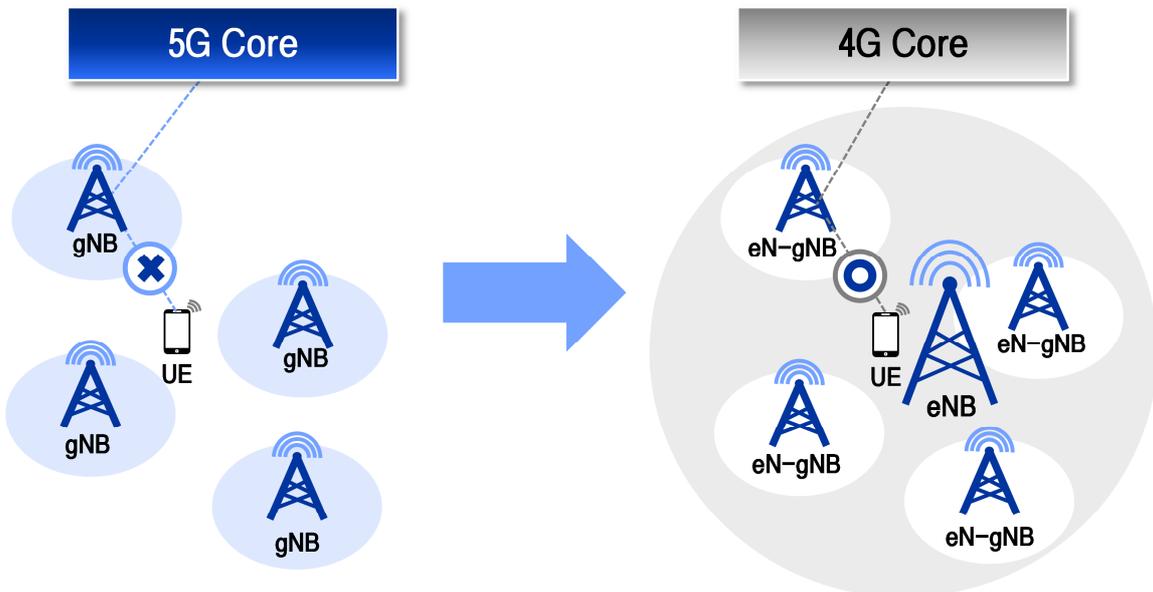
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 1Q19 국내 통신장비 점유율: 노키아 5%



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 현재 기지국(eN-gNB)은 4G 기지국&코어와 연동

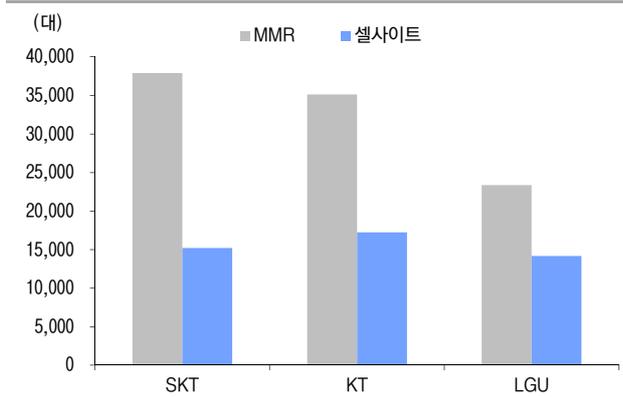


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 셀 사이트당 기지국 증가 전망

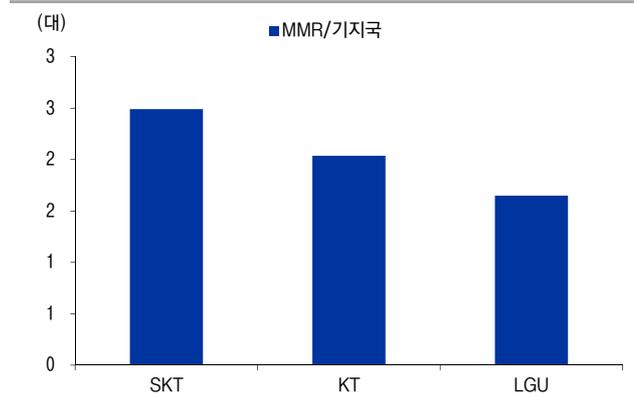
1Q19 통신 3사의 셀 사이트 구축 수는 SKT 1.5만, KT 1.7만, LGU 1.4만으로, 도합 약 4.7만 곳이다. 셀 사이트에 설치된 기지국 수는 SKT 3.8만, KT 3.5만, LGU 2.3만으로 총 9.6만대이다. 셀 사이트당 MMR의 개수는 SKT 2.5대, KT 2.0대, LGU 1.6대로 평균 2.1대 수준이다. 풀 커버리지(360도)를 위해선 셀 사이트당 약 3개의 MMR이 필요하다. 상용화를 위한 빠른 커버리지 구축이 끝난 후, 사이트당 MMR이 추가될 전망이다.

그림62 1Q19 통신 3사 셀사이트 및 MMR 개수



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 1Q19 통신 3사 기지국 당 MMR 개수

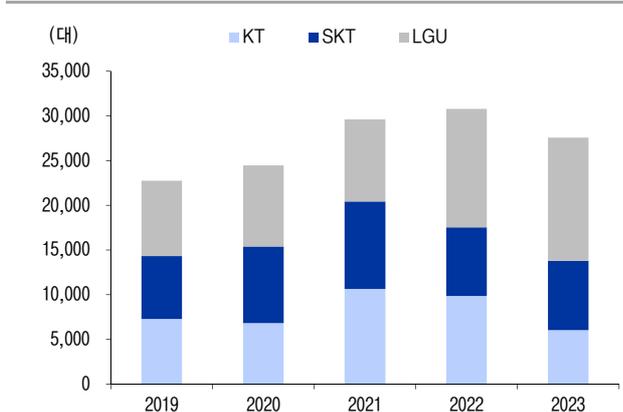


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 통신3사 기지국 구축 로드맵 크게 상향

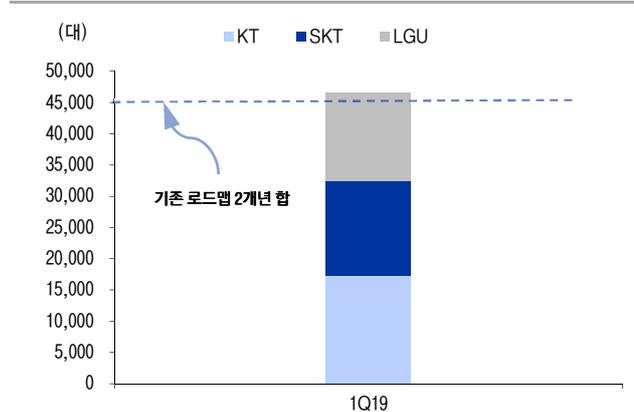
통신 3사는 지난해 5년간 7.5조원을 투자하겠다고 공표하였다. 기지국은 '19년 2.3만대를 시작으로 '20년 2.4만대, '21년 3만대, '22년 3.1만대, '23년에는 누적 13.5만대를 구축하는 계획이었다. 하지만 1Q19기준 이미 통신 3사는 기지국을 약 4.7만대 구축하며 기존 2개년 합과 근접하였고, 올해 SKT는 약 7만, LGU는 약 8만대를 구축한다 밝히는 등 기존 로드맵 대비 크게 증가하는 그림이다. 5G 주파수 도달거리 감안 시 이러한 추세는 지속될 것으로 전망된다.

그림64 작년 말 이통 3사 기지국 구축 계획



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 1Q19 이통 3사 기지국 구축 현황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 실적 추정 & Valuation

2019년 예상 실적은 매출액 4,993억원(yoy +69%), 영업이익 825억원(yoy +16.5%)을 기록할 것으로 전망된다. 통신 3사는 올해 5G 스마트폰 출시에 따라 전국 커버리지를 증가 시키는데 초점을 맞출 것으로 분석된다. 따라서 기존 셀 사이트당 MMR 개수는 기존 2.1개를 유지했다. 1분기 기준 노키아의 점유율은 전체 MMR 설치 기준 약 5% 미만인 것으로 추정되는데, 4G 망 연동을 위해 올해 점유율이 약 15%까지 증가할 것으로 전망된다. 경쟁사 에이스테크의 CAPA 증설이 2분기부터 완료되는 점을 고려하여 기존 삼성전자 내 점유율은 소폭 감소할 것으로 가정하였다. 현재 ZTE 향 필터 매출은 하반기 1~2차례 추가적으로 발주될 것을 가정하였고, 보수적으로 1번의 입찰 성공 가능성을 적용하였다.

Valuation 산출 과정은 2019년 예상 EPS 1,677원에 Target PER 22배를 적용하여 산출하였다. Target PER 산출 과정은 RRH 관련 기업 중 중국 매출 비중이 높은 RFHIC의 Fwd 12m PER 22배를 적용하였다.

표9 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,182</b>	<b>1,471</b>	<b>1,447</b>	<b>892</b>	<b>1,221</b>	<b>1,475</b>	<b>1,504</b>	<b>940</b>	<b>2,963</b>	<b>4,993</b>	<b>5,841</b>
YoY	68%	73%	67%	65%	3%	0%	4%	5%	45%	69%	16%
<b>부분별</b>											
RRH	415	805	781	390	786	826	792	820	407	2,391	3,222
안테나&필터	710	616	616	452	508	558	658	708	2,260	2,394	2,431
LED	58	45	60	45	45	43	48	51	296	208	187
<b>YoY</b>											
RRH	1970%	1043%	200%	595%	94%	0%	3%	106%	52%	488%	35%
안테나&필터	16%	-12%	10%	17%	-50%	-34%	-26%	12%	55%	6%	2%
LED	-21%	-34%	8%	-50%	-22%	-14%	-4%	2%	-6.5%	-10%	-10%
<b>% of Sales</b>											
RRH	35%	55%	54%	44%	57%	49%	46%	77%	14%	48%	55%
안테나&필터	60%	42%	43%	51%	37%	33%	38%	66%	76%	48%	42%
LED	5%	3%	4%	5%	3%	3%	3%	5%	10%	4%	3%
<b>영업이익</b>	<b>248</b>	<b>235</b>	<b>217</b>	<b>125</b>	<b>158</b>	<b>234</b>	<b>243</b>	<b>74</b>	<b>-262</b>	<b>826</b>	<b>920</b>
OPM	21%	16%	15%	14%	13%	16%	16%	8%	적지	17%	16%
YoY	798%	-420%	-3373%	-160%	-36%	-1%	12%	-41%	적지	흑전	11%

자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

## 케이엠더블유 (032500)

### 재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	124	173	211	252	313
현금 및 현금성자산	22	54	84	118	130
매출채권 및 기타채권	45	63	69	73	102
재고자산	53	52	44	46	65
기타유동자산	3	4	14	15	16
<b>비유동자산</b>	90	100	116	134	157
관계기업투자등	6	5	5	5	6
유형자산	74	88	103	120	143
무형자산	4	3	3	4	4
<b>자산총계</b>	<b>213</b>	<b>273</b>	<b>327</b>	<b>386</b>	<b>470</b>
<b>유동부채</b>	141	163	149	152	177
매입채무 및 기타채무	54	58	56	59	84
단기금융부채	66	91	73	73	73
기타유동부채	21	14	19	19	20
<b>비유동부채</b>	21	24	26	27	28
장기금융부채	8	1	1	1	1
기타비유동부채	13	23	25	26	27
<b>부채총계</b>	<b>162</b>	<b>187</b>	<b>175</b>	<b>179</b>	<b>205</b>
<b>지배주주지분</b>	51	86	152	207	265
자본금	8	9	9	9	9
자본잉여금	59	117	119	119	119
이익잉여금	-10	-41	25	80	138
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>51</b>	<b>86</b>	<b>152</b>	<b>207</b>	<b>265</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-8</b>	<b>-37</b>	<b>85</b>	<b>72</b>	<b>51</b>
당기순이익(손실)	-9	-31	63	55	58
비현금수익비용가감	24	24	24	20	16
유형자산감가상각비	9	9	17	19	15
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	0	-3	6	0	0
영업활동 자산부채변동	-17	-24	0	-2	-24
매출채권 감소(증가)	-17	-16	-4	-4	-30
재고자산 감소(증가)	-13	1	6	-2	-19
매입채무 증가(감소)	5	3	-3	3	24
기타자산, 부채변동	9	-12	2	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>0</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-38</b>	<b>-39</b>
유형자산처분(취득)	1	-20	-29	-36	-37
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-10	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>7</b>	<b>90</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-1	27	-18	0	0
자본의 증가(감소)	8	54	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	1	9	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-2</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>12</b>
기초현금	24	23	54	84	118
기말현금	23	54	84	118	130

자료: 케이엠더블유, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>204</b>	<b>296</b>	<b>499</b>	<b>584</b>	<b>642</b>
매출원가	143	236	334	409	450
<b>매출총이익</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>165</b>	<b>175</b>	<b>193</b>
판매비 및 관리비	64	86	82	83	84
<b>영업이익</b>	<b>-3</b>	<b>-26</b>	<b>83</b>	<b>92</b>	<b>109</b>
(EBITDA)	7	-17	100	111	124
금융손익	-8	-2	-5	-5	-5
이자비용	6	6	6	6	6
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	3	0	1	4	4
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-8</b>	<b>-30</b>	<b>79</b>	<b>92</b>	<b>109</b>
계속사업법인세비용	1	2	16	20	24
계속사업이익	-9	-31	63	72	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-9</b>	<b>-31</b>	<b>63</b>	<b>72</b>	<b>85</b>
지배주주	-9	-31	63	72	85
<b>총포괄이익</b>	<b>-14</b>	<b>-30</b>	<b>63</b>	<b>72</b>	<b>85</b>
매출총이익률 (%)	30.0	20.3	33.0	30.0	30.0
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	16.5	15.7	16.9
EBITDA 마진률 (%)	3.4	-5.6	20.1	19.0	19.4
당기순이익률 (%)	-4.3	-10.6	12.6	12.2	13.2
ROA (%)	-4.1	-12.9	21.0	19.4	17.9
ROE (%)	-17.9	-45.5	52.8	38.1	31.8
ROIC (%)	-2.2	-17.6	53.5	50.0	44.1

### 주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-47.5	-12.0	16.5	14.5	12.3
P/B	8.3	4.8	6.9	4.7	3.4
EV/EBITDA	68.4	-27.3	10.2	8.8	7.7
P/CF	27.2	72.7	12.0	11.4	10.3
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-3.2	45.4	68.5	17.0	10.0
영업이익	적지	적지	흑전	11.4	18.2
세전이익	적지	적지	흑전	16.3	18.1
당기순이익	적전	적지	흑전	13.7	18.1
EPS	적전	적지	흑전	13.7	18.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	315.9	217.2	115.2	83.9	72.4
유동비율	88.0	106.2	142.1	169.3	184.7
순차입금/자기자본(x)	100.0	43.8	-13.2	-26.1	-25.6
영업이익/금융비용(x)	-0.5	-4.1	14.4	16.5	19.5
총차입금 (십억원)	74	92	74	74	74
순차입금 (십억원)	51	38	-20	-58	-79
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-268	-918	1,677	1,907	2,253
BPS	1,540	2,292	4,036	5,938	8,185
CFPS	467	-	2,313	2,420	2,674
DPS	-	-	-	-	-