

# 케이엠더블유 (032500)

## 매수 (신규)

현재주가 (5월 29일) **39,600 원**  
 목표주가 **53,000 원 (신규)**  
 상승여력 **33.8%**

손승우                      윤창민  
 (02) 3772-1565            (02) 3772-1579  
 swson85@shinhan.com    changmin.yoon86@shinhan.com

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	744.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	38.2 백만주
유동주식수	23.6 백만주(61.8%)
52 주 최고/최저가	39,600 원/9,125 원
일평균 거래량 (60 일)	475,161 주
일평균 거래액 (60 일)	15,201 백만원
외국인 지분율	8.18%
주요주주	김덕용 외 2 인 36.74%
	미래에셋자산운용 외 2 인 8.28%
절대수익률	3 개월 226.6%
	6 개월 237.7%
	12 개월 230.5%
KOSDAQ 대비	3 개월 255.3%
상대수익률	6 개월 233.6%
	12 개월 317.2%

### 주가차트



## 5G 사이클의 최대 수혜

### 무선통신 장비/부품 제조 업체

RF(무선주파수)장비 사업을 영위하고 있다. 주요 제품은 RRH(Massive MIMO 등), 안테나, 필터다. 17년 물적분할을 통하여 기가테라를 설립했다. LED 조명을 생산 및 판매한다. 19년 매출 비중은 RRH 39%, 안테나 30%, 필터 26%, LED 5% 수준으로 추정된다. 고객사는 노키아, 삼성전자 등이다. 통신 관련 매출 비중이 95% 수준으로 5G 통신 투자에 최대 수혜가 예상된다.

### 1) 5G 통신 장비 매출 성장, 2) 고단가 장비 판매로 수익성 개선 전망

5G 통신 장비 투자 본격화로 지난 1분기 매출액은 전년 대비 120% 성장, 그 중 RRH는 1,970% 성장했다. 고객사 노키아와 공동 개발한 5G Massive MIMO(대용량 다중입출력장비, 필터, 안테나가 장비 내부에 통합된 5G 전용 통신 장비)의 매출이 본격화 됐다. 주요 고객사별 매출 비중은 삼성전자 38%(-3%p QoQ), 노키아 38%(+18%p QoQ) 수준이다. RRH 內 5G용 매출 비중은 90% 수준으로 추정된다. 노키아의 국내 5G 통신장비 점유율은 19년 4% 수준(1Q19)으로 추정된다. 18년 점유율 30%(4G) 감안시 향후 5G SA(자립형 5G) 방식으로 확대될 경우 매출의 지속 성장이 예상된다.

1Q19 RRH 개당 평균 단가 864만원(4G, 5G 제품 Mix 기준)을 기록했다. 4G 용 통신 장비 단가(1개당) 18년 기준 242만원을 감안하면 5G 장비 단가는 약 7배 높은 단가가 추정된다. RF(RRH, 안테나, 필터) 영업이익률은 24.6%로 전년 동기 대비 약 21.2%p 상승했다.

19년 매출액과 영업이익은 각각 5,359억원(+81% YoY), 1,102억원(흑자전환)이 전망된다. 고수익성 5G 통신장비의 매출 고성장이 핵심이다. 영업이익률은 19.1%(흑전)으로 역대 최대 이익률을 기록할 전망이다.

### 투자의견 '매수', 목표주가 53,000원 신규 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 53,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 12개월 Forward EPS 2,987원에 Target P/E 18배를 적용했다. Target P/E는 국내 5G 통신 장비 관련주들의 12개월 Forward P/E 평균 14배 30% 프리미엄을 부여했다. 투자포인트는 1) 국내 5G 기지국 설치수가 1Q19 43,806대로 지난해 계획(19년 연간 28,034개) 대비 투자 속도가 빠른점과, 2) 높은 장비 단가로 과거 4G 투자 시기 대비 높은 실적 개선이 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	203.7	(3.0)	(7.6)	(8.7)	(259)	적전	1,529	(49.1)	68.4	8.3	(17.9)	100.0
2018	296.3	(26.2)	(29.8)	(31.3)	(927)	적지	2,292	(11.9)	(27.3)	4.8	(45.5)	43.8
2019F	535.9	110.2	111.8	93.7	2,467	흑전	4,706	15.1	5.3	7.9	70.4	(16.6)
2020F	679.0	154.4	156.0	131.0	3,427	38.9	8,133	10.9	3.2	4.6	53.4	(46.3)
2021F	786.2	183.7	185.2	155.6	4,069	18.7	12,203	9.1	2.1	3.0	40.0	(61.4)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

12M FWD EPS 2,947원, Target P/E 18배 적용

과거 4G 투자 시기(12~13년)  
12M FWD 기준 P/E(high) 12배  
19년 국내 5G 관련주 평균 P/E 18배 수준

투자의견 ‘매수’, 목표주가 53,000원 신규 커버리지 개시

투자의견 ‘매수’, 목표주가 53,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 12개월 Forward EPS 2,947원에 Target P/E 18배를 적용했다. Target P/E는 국내 5G 통신 장비 업체들의 12개월 Forward P/E 평균 14배에 30% 프리미엄을 부여했다. 투자포인트는 1) 국내 5G 기지국 설치 수가 1분기 43,806대로 지난해 계획(19년 28,034개) 대비 투자 속도가 빠른점과, 2) 높은 장비 단가로 과거 4G 투자 시기 대비 높은 실적 개선이 예상된다.

국내 통신 3사의 5G 통신 장비의 신규 투자가 본격화 됐다. 5G 통신 장비인 RRH, RF, 안테나의 Q와 P 증가로 실적 고성장이 기대된다. 1) 5G 통신 장비인 Massive MIMO의 노키아 向 단독 공급에 따른 매출 확대, 2) 삼성전자 向 필터, 안테나, RRH 매출 고성장, 3) 2분기, 3분기 중국 ZTE 向 5G 통신 장비 공급(267억원 규모)으로 19년 매출액은 전년 대비 약 82% 성장한 5,359억원이 추정된다. 높은 장비 단가(5G 장비는 기존 4G 대비 약 7배 높은 것으로 추정) 판매에 따른 수익성 개선(영업이익률 20.6%, 흑자전환)도 기대된다.

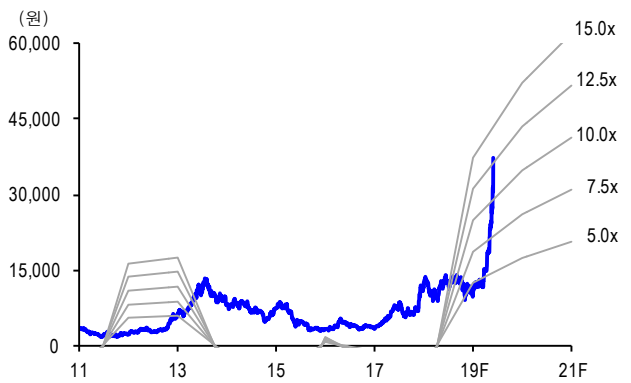
과거 4G 신규 투자 시기인 12년~13년의 12개월 Forward 기준 P/E 최대치는 12배다. 5G의 핵심은 무선 통신의 높은 속도(4G대비 더 넓은 주파수 대역폭, 국내 3.5Ghz 지향)와 짧은 커버리지 때문에 기존 예상보다 더 많은 기지국 수요가 전망된다. 국내 동종 업체(기지국, 중계기 장비 등)들의 평균 19F P/E는 18배 수준이다. 통신 장비 업체들은 역대 경험해보지 못한 밸류 에이션을 부여 받고 있다. 지난 1분기 기준 국내 기지국 부품 장비 업체들은 어닝서프라이즈(시장 기대치 상회)를 기록했다. 5G 투자 속도가 예상보다 빨라지고 있다는 점을 방증하고 있다.

케이엠더블유의 목표주가 산정

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2019년 순이익	93.7	12M FWD 순이익	112.4	2020년 순이익	131.0
EPS(원)	2,467	12M FWD EPS(원)	2,947	EPS(원)	3,427
목표주가(원)	53,000	목표주가(원)	<b>53,000</b>	목표주가(원)	53,000
PER(x)	21.5	Target PER(x)	18.0	PER(x)	15.5
현재주가(원)	39,600	현재주가(원)	39,600	현재주가(원)	39,600
현재가PER(x)	16.1	현재가PER(x)	13.4	현재가PER(x)	11.6

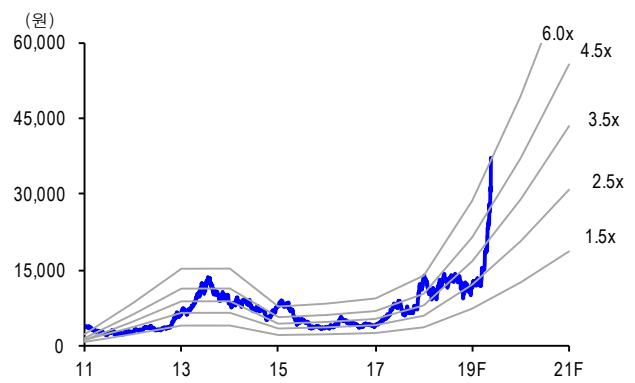
자료: 신한금융투자 추정 / 주: Target P/E는 국내 5G 통신 장비 업체 12M FWD평균 P/E 14배 x 30% 프리미엄 적용

케이엠더블유의 12개월 Forward P/E 추이 및 전망



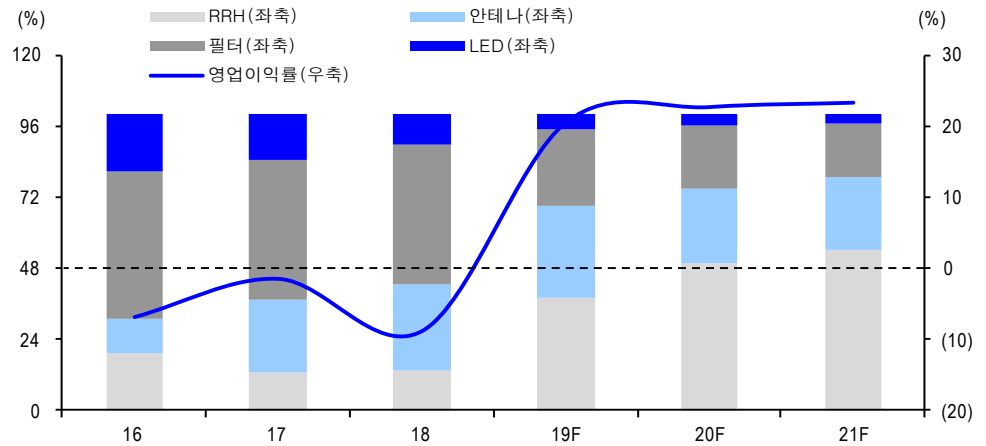
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

케이엠더블유의 12개월 Forward P/B 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

케이엠더블유의 매출 비중, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

케이엠더블유의 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	68.3	55.0	43.8	36.6	70.4	85.0	86.7	54.2	118.2	138.8	149.1	129.7	203.7	296.3	535.9	679.0
RRH	10.0	9.1	7.7	(0.1)	2.0	7.0	26.0	5.6	41.5	53.2	61.3	50.1	26.7	40.7	206.0	336.0
안테나	14.8	18.2	9.5	6.6	22.6	29.7	18.0	14.7	37.9	43.6	45.4	36.8	49.2	85.1	163.7	175.0
필터	36.3	22.9	18.5	18.6	38.5	40.6	38.1	23.8	33.1	35.1	35.5	35.8	96.3	140.9	139.6	144.0
LED	7.3	4.7	8.1	11.5	7.3	7.6	4.6	10.1	5.8	6.9	6.9	6.9	31.6	29.6	26.6	23.9
매출 비중																
RRH	14.6	16.6	17.6	(0.4)	2.8	8.3	30.0	10.4	35.1	38.3	41.1	38.6	13.1	13.7	38.4	49.5
안테나	21.7	33.1	21.6	18.1	32.1	35.0	20.8	27.2	32.0	31.4	30.5	28.4	24.1	28.7	30.5	25.8
필터	53.1	41.7	42.2	50.9	54.7	47.8	43.9	43.9	28.0	25.3	23.8	27.6	47.3	47.6	26.0	21.2
LED	10.6	8.6	18.5	31.4	10.4	8.9	5.3	18.6	4.9	5.0	4.7	5.4	15.5	10.0	5.0	3.5
매출원가	46.9	39.7	27.6	28.4	51.0	69.5	66.8	48.8	75.8	87.5	92.4	81.7	142.6	236.0	337.4	431.6
원가율	68.7	72.1	63.1	77.5	72.4	81.7	77.0	90.1	64.1	63.0	62.0	63.0	70.0	79.7	63.0	63.6
매출총이익	21.4	15.3	16.1	8.3	19.4	15.5	19.9	5.4	42.5	51.4	56.7	48.0	61.1	60.2	198.5	247.4
판매비	15.7	15.0	15.5	18.0	16.7	22.9	20.6	26.3	17.7	21.5	24.0	25.2	64.2	86.5	88.3	92.9
판매비율	23.0	27.3	35.3	49.1	23.7	26.9	23.7	48.6	14.9	15.5	16.1	19.4	31.5	29.2	16.5	13.7
영업이익	5.7	0.3	0.7	(9.7)	2.8	(7.4)	(0.7)	(21.0)	24.8	29.8	32.7	22.8	(3.0)	(26.2)	110.2	154.4
순이익	3.6	(1.4)	0.7	(11.6)	0.7	(7.6)	(2.6)	(21.7)	21.4	25.3	27.7	19.4	(8.7)	(31.3)	93.7	131.0
성장률(YoY)																
매출액	13.4	(19.4)	(20.4)	(16.3)	92.1	20.7	2.0	(37.5)	118.2	17.4	7.4	139.3	(3.2)	45.4	80.9	26.7
영업이익	223.4	흑전	흑전	적지	(51.4)	적전	적전	적지	798.0	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	40.2
순이익	(81.2)	적지	(69.9)	적지	(81.4)	적지	적전	적지	3,114	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	39.8
수익성																
매출총이익률	31.3	27.9	36.9	22.5	27.6	18.3	23.0	9.9	35.9	37.0	38.0	37.0	30.0	20.3	37.0	36.4
영업이익률	8.3	0.6	1.5	(26.5)	3.9	(8.7)	(0.8)	(38.7)	21.0	21.5	21.9	17.6	(1.5)	(8.9)	20.6	22.7
순이익률	5.2	(2.6)	1.7	(31.6)	0.9	(9.0)	(3.0)	(40.1)	18.1	18.2	18.6	14.9	(4.3)	(10.6)	17.5	19.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

