

케이엠더블유(032500)

매수(신규) / TP: 58,000원

주가(6/10, 원)	41,200
시가총액(십억원)	1,581
발행주식수(백만)	38
52주 최고/최저가(원)	41,200/9,125
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	11,789
유동주식비율(%)	61.8
외국인지분율(%)	6.8
주요주주(%)	김덕용 외 2인 36.7
	미래에셋자산운용 외 2인 8.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	204	(3)	(9)	(274)	NM	7	NM	67.5	7.4	(17.9)	0.0
2018A	296	(26)	(31)	(975)	NM	(17)	NM	NM	4.8	(45.5)	0.0
2019F	644	137	101	2,640	NM	151	15.6	10.5	8.5	73.7	0.0
2020F	847	199	149	3,870	46.6	217	10.6	6.7	4.7	57.0	0.0
2021F	934	257	193	5,021	29.7	278	8.2	4.8	3.0	44.7	0.0

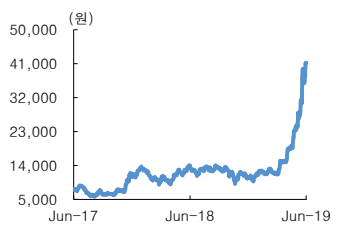
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

중국에서 열린 성장판

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	66.8	282.4	194.5
상대주가(%p)	67.0	274.8	212.4

주가추이



필터와 기지국이 이끄는 성장: 투자 의견 매수와 목표주가 58,000원으로 분석을 시작한다. 중국 매출이 본격적으로 추가되는 2020년 EPS에 목표 PER 15배(수출 모멘텀을 근거로 국내 통신장비 평균을 10% 할증)를 적용했다. KMW는 네트워킹장비 시스템류(MMR, RRH 등)와 안테나, 그리고 필터를 생산하는 회사다. 주요 고객으로는 글로벌 top-tier 통신장비 업체인 노키아, ZTE, 삼성전자 등이 있다. 노키아와는 한국형 MMR을 공동 개발해 양산 및 납품하고 ZTE에는 필터를 공급한다. 올해, 내년 추정 매출액이 컨센서스 대비 각각 19.4%, 16.8% 많다. 다양한 잠재적인 모멘텀을 배제한 추정에도 내년 영업이익이 45.2% 증가할 것이다. 2020년 실적기준 PER은 9.7배다. 특히 조만간 개화되는 중국의 통신장비 투자 cycle을 감안 시 2021년 2022년에도 꾸준한 이익 증가가 예상된다.

국내 기지국은 최소 3년간 꾸준할 것: 올해 국내 기지국 설치는 최소 10만국(장치수 기준 23만개, 기지국당 2~3개)가 예상된다. 4G LTE 장치수가 83만대이고, 5G에서는 고주파 사용으로 인한 짧은 전파 도달거리, 높은 회절성 등을 감안하면 필요 장치수가 4G 대비 최소 2배 이상이다. 따라서 향후 기지국(장치) 관련 투자는 최소 올해와 같은 규모로 3년 이상 지속될 것이다.

KMW는 노키아와 공동개발한 장치(MMR)를 국내 통신사들에 납품한다. 1분기에는 생산이 다소 늦어져 추정 장치 점유율이 6.5%로 낮았다. 4G LTE에서의 국내 통신시장 점유율이 약 30%였고, 통신사들이 5G 도입 시 4G와 동일한 브랜드의 장비를 도입하는 점을 감안하면 향후 지속적으로 점유율이 상승할 것이다. 올해 국내에서만 예상 납품 장치수는 3.45만대(점유율 15%)가 예상된다.

또한 KMW는 내년부터 호주향 매출액이 인식될 것으로 예상된다. 호주에는 노키아 글로벌을 통해 국내에서 공동개발한 MMR이 납품될 전망이다. 이를 감안한 시스템류 매출액은 올해 705.2%, 내년 34.8% 증가할 것이다. 단가 인하에도 매출 증가에 따른 이익 레버리지 효과로 높은 영업이익률을 이어갈 것이다.

조철희

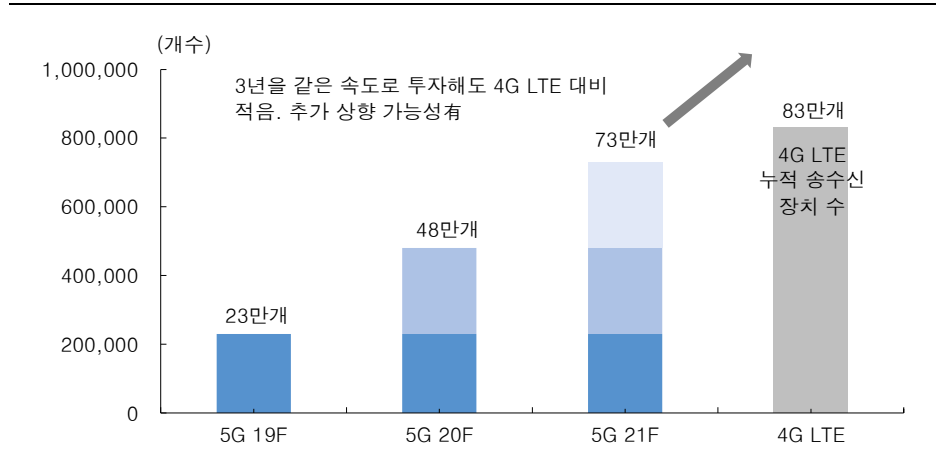
chulhee.cho@truefriend.com

<표 10> 시스템 사업부 매출액 추정

	2019F	2020F	2021F
한국 기지국(국)	100,000	100,000	100,000
한국 MMR(개)	230,000	250,000	250,000
한국 내 노키아 점유율(%)	15.0	20.0	20.0
한국 MMR 매출액(십억원)	312.4	406.0	390.0
호주 기지국(국)		5000	5000
호주 MMR(개)		12,500.0	12,500.0
호주 내 노키아 점유율(%)		20.0	20.0
호주 MMR 매출액(십억원)		20.3	19.5
기타 시스템 매출액(십억원)	15.2	15.3	15.5
KMW 시스템 사업부 매출액(십억원)	327.6	441.7	425.0

자료: 한국투자증권

[그림 44] 한국 5G 3년간 기지국 설치 예상 vs. 4G 누적



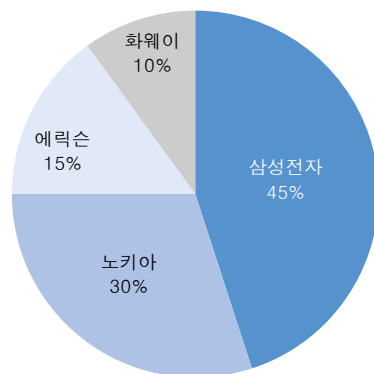
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 45] KMW 생산 시스템류



자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 46] 노키아의 한국 통신장비 시장 점유율



자료: 언론보도, 한국투자증권

중국 시장 필터 모멘텀 임박: KMW는 중국의 ZTE의 필터류 1차 공급 업체다. 중국의 5G 시장 규모는 한국에 비해 월등히 크다. 중국은 올해 시범서비스 포함 8만국 기지국을 세울것으로 예상되고, 20년 36만국, 21년 70만국을 설치하며 가파른 속도로 시장 규모가 커질 것이다. KMW는 화웨이와 함께 중국의 양대 통신 장비 업체인 ZTE에 필터를 납품한다. ZTE는 중국 5G 시장 내 통신장비 점유율을 30~40% 차지할 것으로 예상되고, KMW는 ZTE내 점유율이 60%에 달할 것이다. 이를 위해 중국과 베트남 공장에 capa 증설을 빠르게 진행하고 있다.

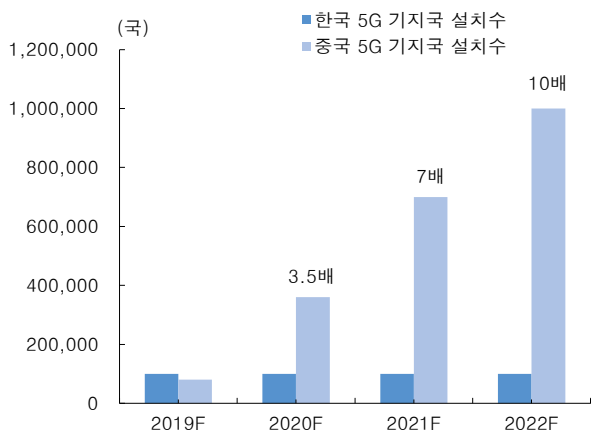
4G에서 5G로 전환되면서 기지국내 통신장비가 기존 4TR, 8TR에서 MassvieMIMO(다중입력장치, 32TR 또는 64TR)로 업그레이드 된다. 필터는 1TR당 1개가 필요한데, 이로 인해 5G 통신세대로 전환되면서 필터의 수요도 빠르게 커졌다. 또한 KMW는 필터 생산에서 직접타격식(경쟁자들 스크류 조정 식) 자동화 공정을 개발해 균일한 품질의 대량생산이 가능해 졌다. 중국 시장 개화로 인해 필터류 매출액은 올해 1,897억원에서 2020년 2,833억원, 2021년 3,764 억원으로 가파르게 증가할 것이다.

<표 11> 필터사업부 매출액 추정

	2019F	2020F	2021F
중국 기지국(국)	80,000	360,000	700,000
중국 MMR(개)	184,000	828,000	1,610,000
중국 내 ZTE 점유율(%)	35.0	35.0	35.0
ZTE향 필터 매출액(십억원)	100.7	184.4	256.1
기타 필터 매출액(십억원)	89.0	99.0	120.3
필터사업부 매출액(십억원)	189.7	283.3	376.4

자료: 한국투자증권

[그림 47] 중국 기지국 설치 예상



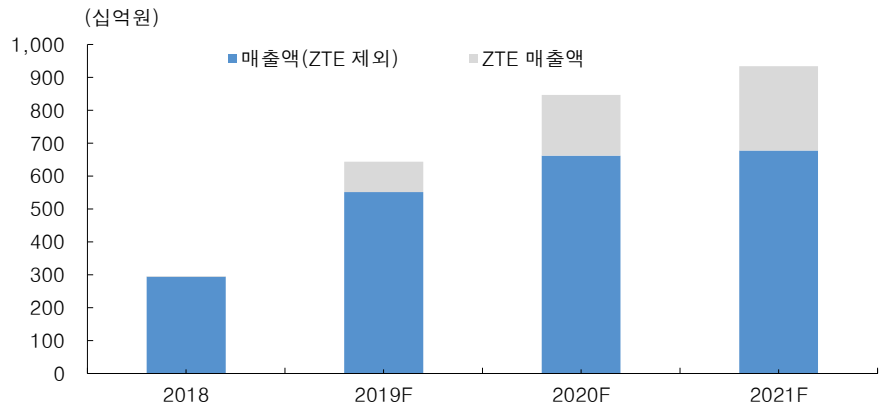
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 48] MassiveMimo에 들어가는 필터 수

System	2G GSM/CDMA	3G WCDMA	4G LTE	4G TD LTE	5G	5G
MIMO	1 X 2	2 X 2 2 X 4	4 X 4	8 X 8	32 X 32	64 X 64
Num. of Filter	3	4 or 6	4 or 8	8	32	64
Filter Size (liter) (1T1R)	2.99 (900MHz)	1.65 (2.1GHz)	1.19 (2.6GHz)	0.87 (2.6GHz)	0.05 (3.5GHz)	0.05 (3.5GHz)

자료: KMW, 한국투자증권

[그림 49] 2019년부터 하반기부터 ZTE 필터 관련 매출액 본격적으로 시작될 것



자료: 한국투자증권

남겨둔 모멘텀들: KMW 실적 추정에 있어서 많은 잠재적 사업 기회들을 포함하지 않고 향후 추가 모멘텀으로 남겨뒀다. 가장 눈에 띄는 것은 일본을 포함한 유럽, 아시아 등 새로운 시장으로의 MMR 장비 수출이다. 노키아는 국내 시장과 호주 시장에는 KMW와 공동 개발한 MMR 장비를 납품 중이다. 특히 일본 시장은 2020년 본격 상용화를 앞두고 있고, 노키아의 점유율은 15~20%이다. 현재 KMW는 한국에서 노키아가 채택한 공동개발 MMR을 일본에도 납품할 수 있도록 협상 중이다. 일본에도 KMW의 MMR이 납품된다면 국내와 비슷한 규모의 실적 upside가 예상된다. 또한 KMW는 4G때 삼성전자를 통해 미국 sprint 등에 RRH를 공급한 전례가 있다. 향후 삼성전자 미국 수출시 일부 고객사 향으로 32TR MassiveMIMO 관련 MMR 장비 공급의 기회를 가질수도 있다. 또한 필터 매출도 기존 ZTE 이외에 다른 SI들에게 추가 공급할 수 있는 가능성도 남아있다.

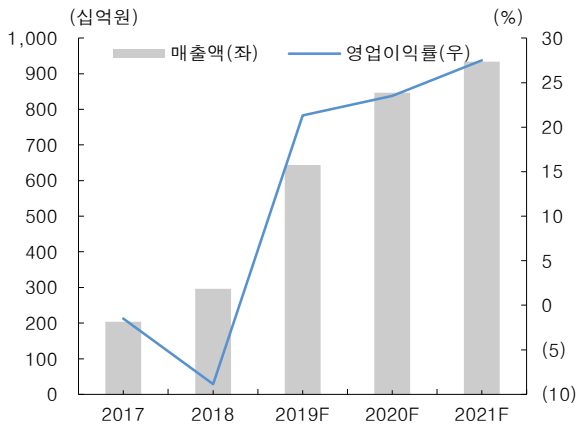
<표 12> KMW 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	70.4	85.0	86.7	54.2	118.2	192.1	188.9	144.6	197.9	211.4	229.8	207.7	296.3	643.8	846.9
RF	63.1	77.4	82.1	44.1	112.5	186.1	185.3	136.6	192.7	206.0	226.6	200.6	266.7	620.4	825.8
MMR, RRH	2.0	7.0	26.0	5.6	41.5	109.6	106.4	70.1	112.7	113.7	118.7	96.6	40.7	327.6	441.7
Antenna	22.6	29.7	18.0	14.7	37.9	21.3	21.7	22.3	23.4	24.6	25.8	27.1	85.1	103.2	100.8
Filter	38.5	40.6	38.1	23.8	33.1	55.1	57.2	44.3	56.6	67.8	82.1	76.9	140.9	189.7	283.3
LED	7.3	7.6	4.6	10.1	5.8	6.0	3.7	8.0	5.2	5.4	3.3	7.2	29.6	23.4	21.1
YoY 증감					68.0	126.0	117.9	166.8	67.3	10.1	21.7	43.6	45.4	117.3	31.5
RF					78.2	140.4	125.7	209.7	71.3	10.7	22.3	46.8	54.8	132.6	33.1
MMR, RRH					1,970.3	1,455.9	308.9	1,147.6	171.8	3.7	11.6	37.7	51.8	705.2	34.8
Antenna					67.5	(28.4)	20.5	51.1	(38.3)	15.3	18.8	21.6	73.2	21.2	(2.3)
Filter					(13.9)	35.7	50.2	86.2	70.7	22.9	43.6	73.8	46.3	34.6	49.4
LED					(20.8)	(20.8)	(20.8)	(20.8)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(6.5)	(20.8)	(10.0)
영업이익	2.8	(7.4)	(0.7)	(21.0)	24.8	42.1	41.4	28.9	43.5	48.6	55.2	51.9	(26.2)	137.2	199.3
영업이익률	3.9	(8.7)	(0.8)	(38.7)	21.0	21.9	21.9	20.0	22.0	23.0	24.0	25.0	(8.9)	21.3	23.5

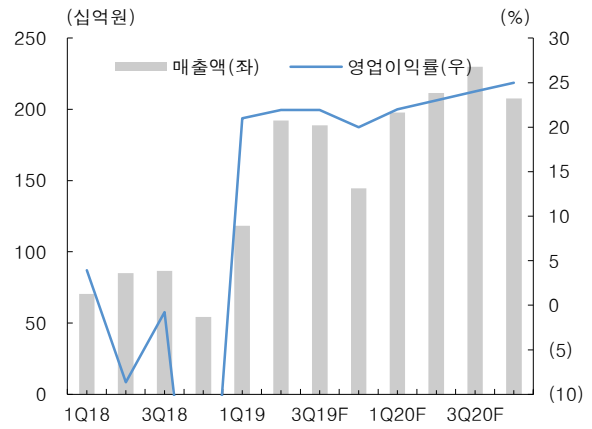
자료: 한국투자증권

[그림 50] 연간 매출액 추이 및 전망



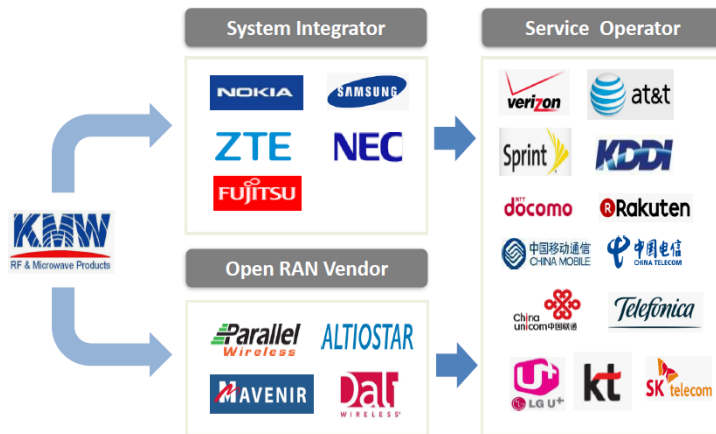
자료: 한국투자증권

[그림 51] 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

[그림 52] KMW의 주요 고객사



자료: 한국투자증권

<표 13> 미상장된 전환사채 청구내역

(단위: 원, 주)

회차	청구금액	전환가액	전환예정 주식수	상장예정일
5	1,500,000,000	11,359	132,053	19-06-14
5	1,300,000,000	11,359	114,446	19-06-20

자료: 한국투자증권

<표 14> 전환사채 잔액

(단위: 원, 주)

회차	발행당시 권면총액	미전환 사채 잔액	전환가액	비고
5	25,000,000,000	15,200,000,000	11,359	전환가능 주식수 1,338,145(발행주식의 7%)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

KMW는 무선통신 장비/부품 제조업체로서 RF 컴포넌트, RRH, RRA, LED 등의 사업을 영위하고 있는 기업임. 사업부는 크게 RF, LED 사업부로 나뉘어져 있으며, RF 사업부는 System, Filter, Site Solution 사업부로 구성되어 있음. System 사업부는 MMR, RRH, RRA 등을 제조하는 사업부임. Filter 사업부는 MBF, Black Hole Filter, Ceramic Waveguide Filter 등을 제조함. Site Solution 사업부는 Macro Antenna, MMR Antenna 등을 제조하는 사업부임. LED 사업부는 RF에서 축적된 요소 기술들을 LED조명에 접목하여 가로등, 고출력조명 등을 제조함. 2019년 1분기 주요 사업부문별 누적 매출비중은 System 35.1%, Filter 28.0%, Site Solution 32.1%, LED 4.9%, 최대주주는 대주주 및 특수관계자로 36.7% 임.

- RRH(Remote Radio Head): 데이터만 골라 수신하는 무선부와 데이터를 해독하는 제어부로 구성되는 장치. 기지국의 소형화된 형태
- RRA(Antenna Integrated RRH): 기존의 안테나와 RRH의 물리적 결합형으로, Cable이 없어 용이하다는 장점
- MBF(Micro Bellows Filter): 초소형 경량 필터로서, 5G에서의 필터수요는 폭발적으로 증가하고 크기는 기존 대비 1/10 이하로 줄어들어 따라 등장
- MMR(Massive MIMO Radio): 여러 개의 안테나를 결합해 모듈화 한 5G 기지국 장비로서, 5G 기지국의 핵심 장비

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	124	173	376	604	797
현금성자산	22	54	116	263	420
매출채권및기타채권	45	63	138	181	200
재고자산	53	52	114	150	165
비유동자산	90	100	129	154	177
투자자산	6	5	4	4	4
유형자산	74	88	109	129	150
무형자산	4	3	7	9	10
자산총계	213	273	504	759	974
유동부채	141	163	265	353	368
매입채무및기타채무	61	66	144	189	208
단기차입금및단기사채	51	72	93	115	137
유동성장기부채	15	13	10	7	5
비유동부채	21	24	53	70	77
사채	6	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	1	2	3	4
부채총계	162	187	318	423	445
지배주주지분	51	86	187	336	529
자본금	8	9	9	9	9
자본잉여금	59	117	117	117	117
기타자본	(6)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	(10)	(41)	59	208	401
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	51	86	187	336	529

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(8)	(37)	78	164	175
당기순이익	(9)	(31)	101	149	193
유형자산감가상각비	9	9	11	15	18
무형자산상각비	1	1	2	3	3
자산부채변동	(17)	(24)	(45)	(8)	(41)
기타	8	8	9	5	2
투자활동현금흐름	(0)	(22)	(42)	(43)	(43)
유형자산투자	(6)	(21)	(32)	(36)	(39)
유형자산매각	7	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(0)	1	0	0
무형자산순증	(1)	(1)	(6)	(5)	(4)
기타	0	0	(5)	(2)	0
재무활동현금흐름	7	90	26	26	26
자본의증가	8	54	0	0	0
차입금의순증	(1)	27	26	26	26
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	9	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	(2)	31	62	147	158

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	204	296	644	847	934
매출원가	143	236	398	530	556
매출총이익	61	60	246	317	378
판매관리비	64	86	109	117	121
영업이익	(3)	(26)	137	199	257
금융수익	10	18	4	2	3
이자수익	0	0	1	2	3
금융비용	18	21	12	10	12
이자비용	6	6	8	10	12
기타영업외손익	3	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(8)	(30)	129	191	248
법인세비용	1	2	28	42	55
연결당기순이익	(9)	(31)	101	149	193
지배주주지분순이익	(9)	(31)	101	149	193
기타포괄이익	(5)	1	0	0	0
총포괄이익	(14)	(30)	101	149	193
지배주주지분포괄이익	(14)	(30)	101	149	193
EBITDA	7	(17)	151	217	278

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(274)	(975)	2,640	3,870	5,021
BPS	1,713	2,311	4,874	8,744	13,765
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	(3.2)	45.4	117.3	31.5	10.3
영업이익증가율	NM	NM	NM	45.2	28.8
순이익증가율	NM	NM	NM	48.0	29.7
EPS증가율	NM	NM	NM	46.6	29.7
EBITDA증가율	2,599.5	NM	NM	43.7	28.1
수익성(%)					
영업이익률	(1.5)	(8.9)	21.3	23.5	27.5
순이익률	(4.3)	(10.6)	15.6	17.6	20.7
EBITDA Margin	3.4	(5.6)	23.4	25.6	29.7
ROA	(4.1)	(12.9)	25.9	23.6	22.3
ROE	(17.9)	(45.5)	73.7	57.0	44.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	51	38	1	(121)	(253)
차입금/자본총계비율(%)	144.4	106.6	62.9	42.6	31.9
Valuation(X)					
PER	NM	NM	15.6	10.6	8.2
PBR	7.4	4.8	8.5	4.7	3.0
EV/EBITDA	67.5	NM	10.5	6.7	4.8