



기업분석 | 전기전자

Analyst
이왕진

02 3779 8832

Wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	52,000 원
현재주가	40,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ (6/11)	728.79pt
시가총액	15,367 억원
발행주식수	38,368 천주
52 주 최고가/최저가	41,200 / 9,125 원
90 일 일평균거래대금	194.69 억원
외국인 지분율	6.7%
배당수익률(16.12E)	0.0%
BPS(16.12E)	5,186 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 67.0%
	6개월 274.8%
	12개월 267.0%
주주구성	(주)경동원외 2인 36.0%
	미래에셋자산운용 (외 3인) 8.1%
	국민연금 (외 1인) 8.1%

Stock Price



케이엠더블유 (032500)

지금 사도 될까요?

심경의 변화: 2019 실적 전망 상향조정

케이엠더블유의 2019년 예상 실적을 매출액 7,417억원(+150%, YoY), 영업이익 1,382억원(흑전, YoY / OPM +19.9%)으로 상향 조정한다. 상향조정的主要原因은 1) 국내 노키아 MMR장비 물량이 기존 추정치 대비 크게 증가하였으며(약 40%), 2) MMR 장비 단가의 가격인하 기조가 약하고 3) 원화까지 상승으로 인해 긍정적인 환율 효과를 얻고 있기 때문이다.

핵심은 결국 노키아 점유율 + 중국 5G 구축 속도

동사 실적의 핵심은 결국 1) 노키아의 국내 점유율 변화와 2) 중국의 5G 구축속도이다. 국내 노키아 MMR 장비 물량이 기존 추정대비 크게 증가하였지만, 2019년 기준 아직도 전체 장비대비 14% 수준이다. 내년 통신3사의 절대 CAPEX가 감소한다 가정 하더라도, 노키아 장비의 상대적 물량은 증가할 수 밖에 없다. 특히 단가 측면에서 인하 기조가 보이지 않는 점은 매우 고무적이다. 대외적인 압박으로 중국의 5G 구축 속도를 현 시점에서 수치적으로 논하기는 무리가 있다. 하지만 중국의 5G 조기 상용화는 분명 체크 포인트이며, 2분기 중국향 매출비중이 높은 통신부품사의 매출 호조 역시 긍정적인 부분이다.

네, 아직은 사셔도 될 것 같습니다.

동사에 대해 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가를 52,000으로 상향 조정한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 3,076원에 멀티플 17배를 적용시켜 산출하였다. 동사의 주가가 가파르게 상승한 것은 사실이다, 하지만 현재 국내 5G투자가 그보다 더 가파르게 진행되고 있다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	204	296	694	782	860
영업이익	-3	-26	138	160	177
세전계속사업손익	-8	-30	135	160	177
순이익	-9	-31	106	125	137
EPS (원)	-268	-918	2,829	3,324	3,660
증감률 (%)	n/a	적지	흑전	17.5	10.1
PER (x)	-47.5	-12.0	14.6	12.4	11.3
PBR (x)	8.3	4.8	7.9	4.8	3.4
EV/EBITDA (x)	68.4	-27.3	10.2	8.2	7.4
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	19.9	20.5	20.5
EBITDA 마진 (%)	3.4	-5.6	22.5	22.9	22.3
ROE (%)	-17.9	-45.5	75.5	48.4	35.4
부채비율 (%)	315.9	217.2	119.9	65.8	56.3

주: IFRS 연결 기준

자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적 추이 및 전망 변경 전

(단위:억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	1,182	1,471	1,447	892	1,388	1,675	1,709	1,068	2,963	4,993	5,841
YoY	68%	73%	67%	65%	17%	14%	18%	20%	45%	69%	16%
부분별											
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
YoY											
RRH	1970%	1043%	200%	595%	94%	0%	3%	106%	52%	488%	35%
안테나&필터	16%	-12%	10%	17%	-28%	-9%	7%	57%	55%	6%	2%
LED	-21%	-34%	8%	-50%	-22%	-14%	-4%	2%	-6.5%	-10%	-10%
% of Sales											
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%
영업이익	248	235	217	125	208	294	305	112	-262	826	920
OPM	21%	16%	15%	14%	15%	18%	18%	11%	적지	17%	16%
YoY	798%	흑전	흑전	흑전	-16%	25%	40%	-10%	적지	흑전	11%

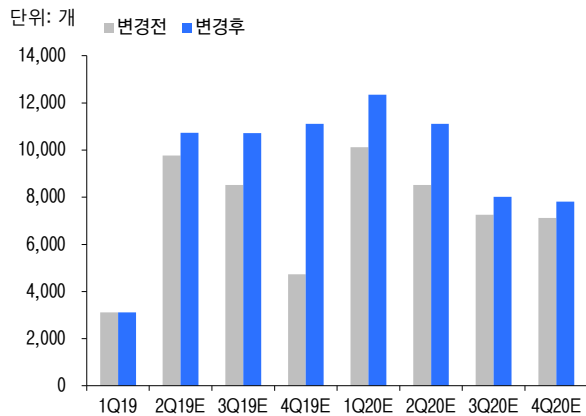
자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추이 및 전망 변경 후(RRH 물량 및 가격 변경 폭 반영)

(단위:억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	1,182	1,980	1,954	1,824	1,858	2,244	2,289	1,431	2,963	6,940	7,822
YoY	68%	133%	125%	237%	57%	13%	17%	-22%	45%	134%	13%
부분별											
RRH	415	1,274	1,249	1,249	1,268	1,308	1,274	1,302	407	4,186	5,152
안테나&필터	710	656	656	526	571	621	721	571	2,260	2,547	2,483
LED	58	45	60	45	45	43	48	51	296	208	187
YoY											
RRH	1970%	1708%	380%	2122%	211%	1%	3%	3%	52%	929%	23%
안테나&필터	16%	-7%	17%	37%	-20%	-5%	10%	9%	55%	13%	-3%
LED	-21%	-34%	8%	-50%	-22%	-14%	-4%	2%	-6.50%	-10%	-10%
% of Sales											
RRH	35%	64%	64%	68%	68%	58%	56%	91%	14%	60%	66%
안테나&필터	60%	33%	34%	29%	31%	28%	31%	40%	76%	37%	32%
LED	5%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	4%	10%	3%	2%
영업이익	248	396	391	347	410	449	458	286	-262	1,382	1,603
OPM	21%	20%	20%	19%	22%	20%	20%	20%	적지	20%	20%
YoY	798%	흑전	흑전	흑전	65%	13%	17%	-17%	적지	흑전	16%

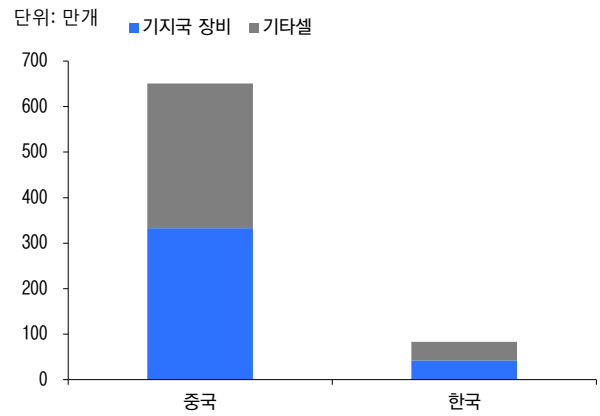
자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 MMR 장비 기존 추정치 대비 약 40% 상향



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 중국 4G LTE 기지국 장비 국내대비 약 7.8 배 추정



자료: China Daily, 이베스트투자증권 리서치센터

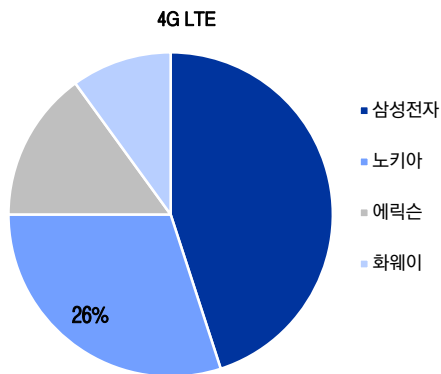
표3 중국 셀사이트 증가에 따른 KMW 필터 매출 및 이익 시뮬레이션

中 전체 셀사이트(개)	10,000	20,000	30,000	40,000
ZTE 셀사이트(개)	3,500	7,000	10,500	14,000
통신장비(개)	7,350	14,700	22,050	29,400
필터소모량(개)	470,400	940,800	1,411,200	1,881,600
KMW 예상 매출(억원)	100~120	210~230	330~370	450~490
KMW 예상 마진(억원)	30~40	70~80	90~120	110~150

자료: KMW, 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

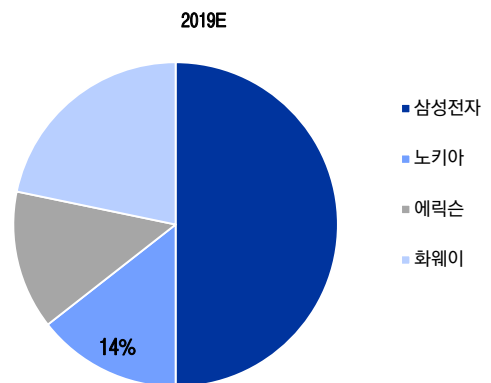
* 주: ZTE 점유율 35% 가정/ 통신장비 사이트당 약 2.1개가정/ 64tr 유지 가정

그림3 4G LTE 노키아 점유율 26%



자료: 업계자료 취합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 '19 노키아 장비점유율 14% 전망 → 상승 room 여전



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KMW (032500)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	124	173	300	363	501
현금 및 현금성자산	22	54	54	167	213
매출채권 및 기타채권	45	63	141	110	166
재고자산	53	52	90	71	106
기타유동자산	3	4	14	15	16
비유동자산	90	100	129	167	213
관계기업투자등	6	5	5	5	6
유형자산	74	88	116	153	199
무형자산	4	3	3	4	4
자산총계	213	273	429	530	715
유동부채	141	163	207	183	230
매입채무 및 기타채무	54	58	115	90	136
단기금융부채	66	91	73	73	73
기타유동부채	21	14	19	19	20
비유동부채	21	24	26	27	28
장기금융부채	8	1	1	1	1
기타비유동부채	13	23	25	26	27
부채총계	162	187	234	210	257
지배주주지분	51	86	195	320	457
자본금	8	9	9	9	9
자본잉여금	59	117	119	119	119
이익잉여금	-10	-41	68	193	330
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	51	86	195	320	457

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-8	-37	70	170	108
당기순이익(손실)	-9	-31	106	125	137
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	-59	26	-45
매출채권 감소(증가)	-17	-16	-76	30	-56
재고자산 감소(증가)	-13	1	-40	19	-36
매입채무 증가(감소)	5	3	56	-25	46
기타자산, 부채변동	9	-12	2	1	1
투자활동 현금	0	-22	-54	-57	-62
유형자산처분(취득)	1	-20	-43	-55	-61
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-10	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	7	90	-15	0	0
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
현금의 증가	-2	31	1	113	46
기초현금	24	23	54	54	167
기말현금	23	54	55	167	213

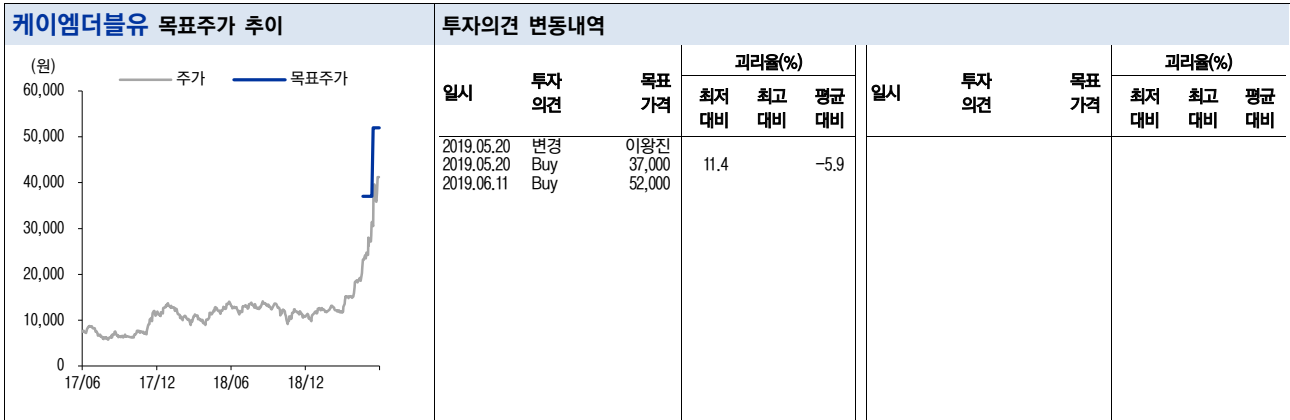
자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	204	296	694	782	860
매출원가	143	236	440	493	542
매출총이익	61	60	254	289	318
판매비 및 관리비	64	86	116	129	142
영업이익	-3	-26	138	160	177
(EBITDA)	7	-17	156	179	192
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
세전계속사업이익	-8	-30	135	160	177
계속사업법인세비용	1	2	28	36	39
계속사업이익	-9	-31	106	125	137
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-31	106	125	137
지배주주	-9	-31	106	125	137
총포괄이익	-14	-30	106	125	137
매출총이익률 (%)	30.0	20.3	36.6	37.0	37.0
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	19.9	20.5	20.5
EBITDA마진률 (%)	3.4	-5.6	22.5	22.9	22.3
당기순이익률 (%)	-4.3	-10.6	15.3	15.9	16.0
ROA (%)	-4.1	-12.9	30.2	26.0	22.1
ROE (%)	-17.9	-45.5	75.5	48.4	35.4
ROIC (%)	-2.2	-17.6	68.5	60.9	53.7

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	-47.5	-12.0	14.6	12.4	11.3
P/B	8.3	4.8	7.9	4.8	3.4
EV/EBITDA	68.4	-27.3	10.2	8.2	7.4
P/CF	27.2	72.7	11.9	10.7	10.1
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	-3.2	45.4	134.3	12.7	10.0
영업이익	적지	적지	흑전	16.0	10.1
세전이익	적지	적지	흑전	19.0	10.1
당기순이익	적전	적지	흑전	17.5	10.1
EPS	적전	적지	흑전	17.5	10.1
안정성 (%)					
부채비율	315.9	217.2	119.9	65.8	56.3
유동비율	88.0	106.2	144.4	198.1	218.2
순차입금/자기자본(x)	100.0	43.8	4.8	-32.5	-32.9
영업이익/금융비용(x)	-0.5	-4.1	24.1	28.7	31.7
총차입금 (십억원)	74	92	74	74	74
순차입금 (십억원)	51	38	9	-104	-150
주당지표(원)					
EPS	-268	-918	2,829	3,324	3,660
BPS	1,540	2,292	5,186	8,501	12,152
CFPS	467	-	3,462	3,833	4,078
DPS	-	-	-	-	-



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이왕진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.2% 6.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)