

# 케이엠더블유 (032500)

한경래 이사  
kyungrae.han@daishin.com saerom.lee@daishin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **75,000**  
하향

현재주가 **49,350**  
(19.11.04)

통신장비업종

## 장기 레이스 돌입, 속도의 문제

### 투자이견 매수, 목표주가 75,000원으로 하향

- 투자이견 매수, 목표주가 75,000원으로 하향. 목표주가는 기존 2019년 예상 EPS에서 2020년으로 변경 및 2020년 EPS 추정치 하향(5,836원 → 4,262원)을 반영
- 글로벌 업체와의 통신 장비 계약 특성상 장비 단가 하락은 불가피하나 인하 폭과 속도가 예상보다 빠르게 진행되는 것으로 추정되는 점 고려함
- 국내 지속적인 5G 투자에 이어 11월 중국 5G 상용화 시작, 2020년 상반기 일본의 본격적인 5G 투자 예상. 진행 중인 해외 5G 투자 관련 프로젝트 진행 시 2020년 추가적인 성장 가능할 전망

### 3Q19 영업이익 578억원(+4% QoQ) 기록하며 컨센서스 하회

- 3Q19 매출액 2,650억원(+206% YoY, +25% QoQ), 영업이익 578억원(흑전 YoY, +4% QoQ) 기록. 시장 추정치(당사 추정치 638억원, 컨센서스 640억원) 하회
- 매출액은 전분기 대비 25% 증가하며 외형 성장 지속됐지만 이익률이 전분기 대비 4.4%p 하락하며 아쉬운 실적 기록
- 3분기 시스템 매출액은 2,067억원 기록하며 전분기 대비 56% 성장 기록. 노키아의 국내 통신 장비 물량 확대 및 중국향 신규 테스트용 MMR 장비 공급 영향
- 글로벌 고객사와의 통신 장비 계약시 단가 인하는 불가피하나 MMR 장비의 대량 공급에 따른 단가 하락 속도가 예상보다 가파른 점은 아쉬움

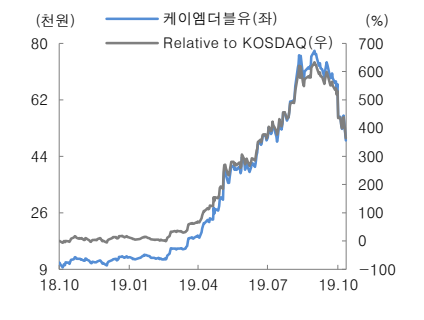
### 해외 5G 투자 시기 및 수혜 정도가 주가 반등에 주요 포인트

- 중국 11월 5G 상용화하며 투자 Cycle 구간 진입. ZTE향 MBF 필터 추가 공급 기대. 중국 시장 노키아 통한 MMR 장비 테스트 중으로 양산 공급 결정될 시 추가적인 실적 Level-Up 가능
- 일본은 2020년 상반기에 본격적인 투자 시작 예상. 상반기 내 리쿠텐향 RRA 장비 공급, 후지쓰와의 MMR 장비 JDM 계약, 노키아, 삼성전자를 통한 통신 장비 부품 공급 등 기대. 신규 고객사인 에릭슨향 MBF 필터 공급도 2020년 상반기에 공급될 것으로 예상되는 만큼 압도적인 성장을 보여준 2019년에 이어 2020년 추가적인 성장 가능할 전망
- 2019년 상반기의 압도적인 실적 성장세가 하반기에 다소 주춤하며 주가 조정 받는 중. 4Q19 국내 통신사의 Capex 조절, 제품 단가 인하 등으로 4분기 실적은 3분기 대비 역성장이 불가피한 만큼 해외 투자의 본격적인 수혜가 가시화되는 시점이 주가의 주요 반등 포인트로 판단

#### 4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	668.45
시가총액	1,964십억원
시가총액비중	0.87%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	77,700원 / 9,775원
120일 평균거래대금	603억원
외국인지분율	13.05%
주요주주	김덕용 외 2 인 35.55% 미래에셋자산운용 외 5 인 7.51%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-31.3	-6.7	113.4	356.9
상대수익률	-36.1	-14.1	143.2	372.1



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	204	296	785	975	1,180
영업이익	-3	-26	176	193	218
세전순이익	-8	-30	178	196	223
총당기순이익	-9	-31	147	160	178
지배지분순이익	-9	-31	147	160	178
EPS	-259	-927	3,919	4,262	4,734
PER	NA	NA	12.6	11.6	10.4
BPS	1,529	2,555	6,461	10,723	15,457
PBR	16.6	8.6	7.6	4.6	3.2
ROE	-17.9	-45.5	89.6	49.6	36.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 케이엠더블유, 대신증권 Research&Strategy본부

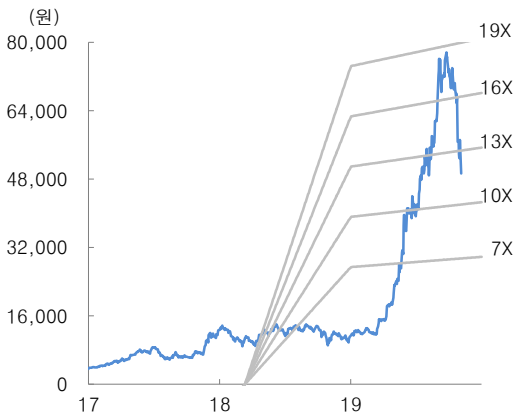
표 1. 케이엠더블유 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

비교		
EPS	4,262	2020년 예상 EPS
Target PER	17.5	2020F 국내외 5G 관련 통신 장비 업체 평균 PER
목표주가	75,000	
현재주가	49,350	
상승여력(%)	51.9	

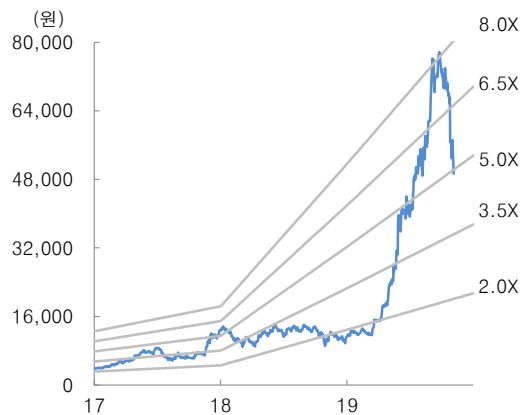
자료: 케이엠더블유, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 케이엠더블유 Forward PER 추이



자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 2. 케이엠더블유 Forward PBR 추이



자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 케이엠더블유의 영업 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	70.4	85.0	86.7	54.2	118.2	212.3	265.0	189.3	296.3	784.9	974.6
RF	63.1	77.4	82.1	44.1	112.5	208.3	258.6	181.7	266.7	761.1	952.0
SYSTEM	2.0	7.0	26.0	5.6	41.5	132.2	206.7	117.2	40.7	497.6	655.0
ANTENNA	22.6	29.7	18.0	14.7	37.9	18.4	15.0	15.4	85.1	86.7	66.3
FILTER	38.5	40.6	38.1	23.8	33.1	57.7	36.9	49.1	140.9	176.9	230.6
LED	7.3	7.6	4.6	10.1	5.8	4.0	6.4	7.6	29.6	23.8	22.6
YoY 증감률											
매출액	3.1	54.5	98.0	47.9	68.0	149.8	205.7	249.3	45.4	164.9	24.2
RF	3.4	54.0	130.1	75.6	78.2	169.1	215.1	311.7	55.0	185.4	25.1
SYSTEM	-79.9	-22.8	237.3	-4142.4	1970.3	1776.5	694.5	1985.0	52.6	1122.9	31.6
ANTENNA	52.5	63.2	90.1	122.4	67.5	-38.1	-16.9	4.4	73.2	1.8	-23.5
FILTER	6.1	77.3	105.8	27.5	-13.9	41.9	-2.9	106.7	46.3	25.5	30.4
LED	0.6	59.8	-43.1	-12.5	-20.8	-46.9	37.9	-24.1	-6.5	-19.5	-5.0
영업이익	2.8	-7.4	-0.7	-21.0	24.8	55.5	57.8	38.0	-26.2	176.1	192.5
당기순이익	0.7	-7.6	-2.6	-21.7	21.4	43.2	51.1	31.8	-31.3	147.4	160.3
영업이익률	3.9	-8.7	-0.8	-38.7	21.0	26.2	21.8	20.1	-8.9	22.4	19.8
당기순이익률	0.9	-9.0	-3.0	-40.1	18.1	20.3	19.3	16.8	-10.6	18.8	16.5

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 케이엠더블유 Global Peer Table

(단위: 원, 달러, 십억원, 백만달러, %, 배)

회사명		케이엠더블유	QORVO	징더전자	COMBA TELECOM SYSTEM
국가		한국	미국	대만	홍콩
주가	2019.11.04	49,350	97	8	0
시가총액		1,964	11,294	584	617
매출액	2018A	296	3,090	60	723
	2019F	785	3,124	54	849
	2020F	975	3,351	62	1,069
영업이익	2018A	-26	216	30	-9
	2019F	176	712	26	18
	2020F	193	868	30	54
OPM	2018A	-8.9	7.0	50.4	-1.3
	2019F	22.4	22.8	47.6	2.1
	2020F	19.8	25.9	49.4	5.1
순이익	2018A	-31	133	25	-22
	2019F	147	676	21	22
	2020F	160	763	25	43
NPM	2018A	-10.6	4.3	42.0	-3.0
	2019F	18.8	21.6	39.5	2.6
	2020F	16.5	22.8	40.2	4.1
PER	2018A	na	32.6	22.3	na
	2019F	12.6	17.2	27.1	31.5
	2020F	11.6	15.0	23.0	14.2
PBR	2018A	8.6	2.0	5.1	0.9
	2019F	7.6	2.7	6.5	1.3
	2020F	4.6	2.5	na	1.2
EV/EBITDA	2018A	na	9.1	14.4	22.1
	2019F	10.8	12.4	na	25.3
	2020F	9.9	6.8	na	10.5
ROE	2018A	-45.5	2.9	22.8	-4.9
	2019F	89.6	15.8	19.9	3.8
	2020F	49.6	17.9	23.1	7.6
EPS	2018A	-927	1.1	0.4	0.0
	2019F	3,919	2.1	0.3	0.0
	2020F	4,262	3.7	0.4	0.0
FY.M		12	3	12	12

그림 3. 케이엠더블유의 영업 실적 전망

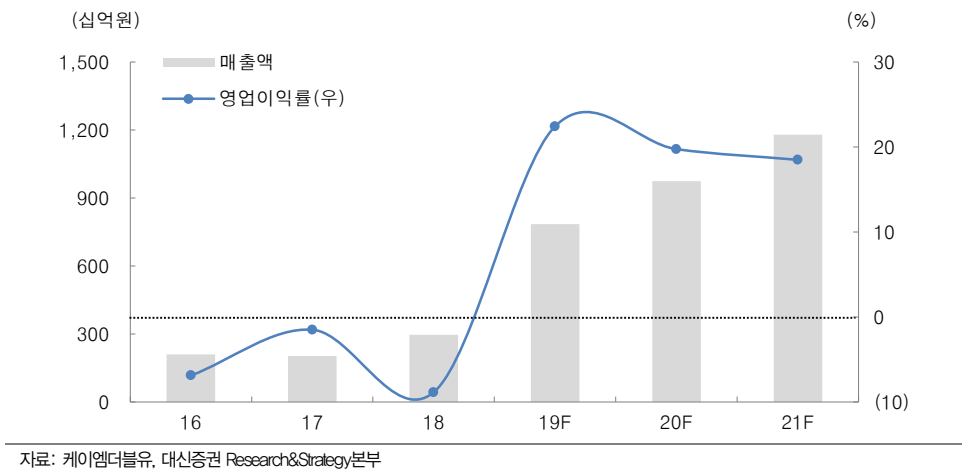


그림 4. 케이엠더블유의 시스템 매출액 추이 및 전망

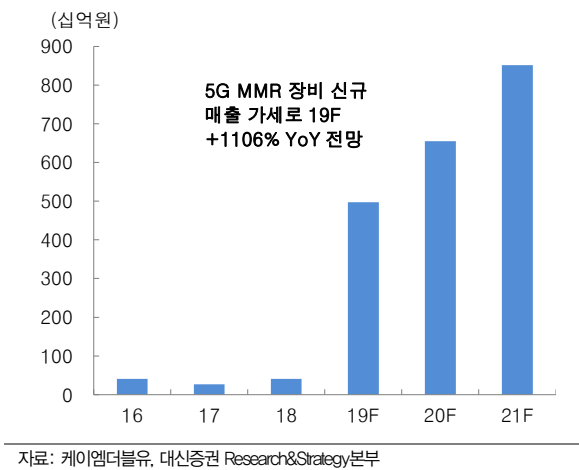
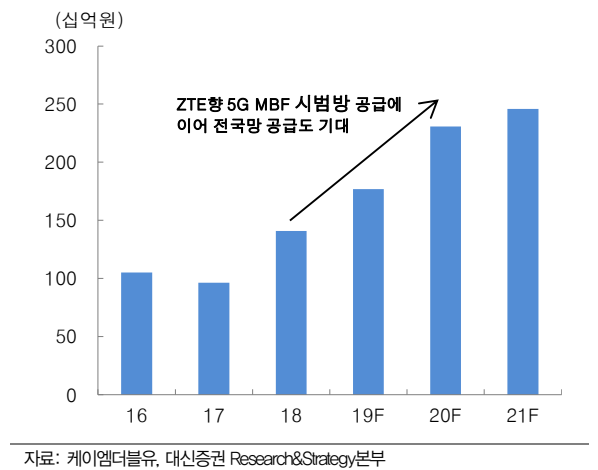


그림 5. 케이엠더블유의 필터 매출액 추이 및 전망



기업개요

기업 및 경영진 현황

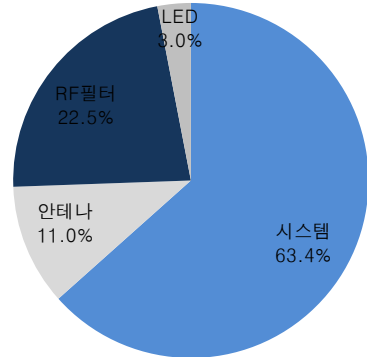
- 1991년 설립, 2000년 3월 코스닥 상장한 RF 통신장비 및 LED 조명 제조사
- RF 사업부의 주요제품은 RRF, 안테나, 필터로 기지국 내 주요 부품임
- 주요 고객사는 삼성전자, 노키아, SPRINT, ZTE 등
- 자산 6,168억원, 부채 3,855억원, 자본 2,313억원(3Q19 기준)  
(발행주식수: 39,754,350주, 자기주식수: 없음, 주요주주: 김덕용 외 2인, 3Q19 기준)

주가 변동요인

- 5G 상용화 추진을 위한 안테나 및 필터 수요 증가
- 4G 보안투자 국가 향 해외 매출 증가
- Massive MIMO 기술 시장 확대

자료: 케이엠더블유, 대신증권 Research&Strategy본부

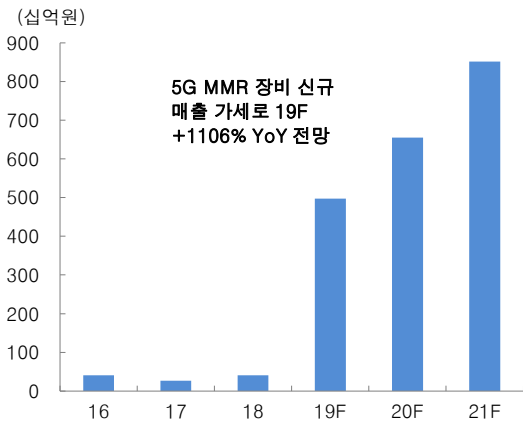
케이엠더블유 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 예상 매출액기준  
자료: 케이엠더블유, 대신증권 Research&Strategy본부

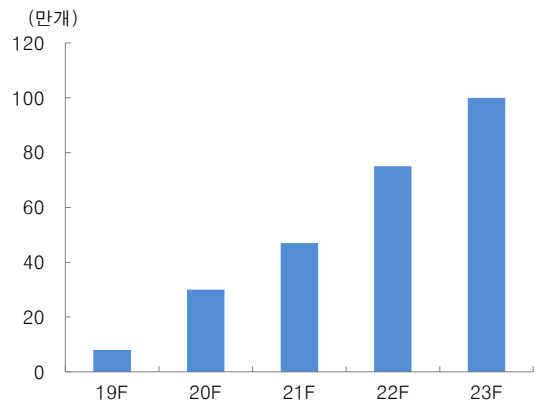
Earnings Driver

시스템 부문 5G MMR 장비 신규 매출로 증가 기대



자료: 케이엠더블유, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 5G 기지국 수 예상



자료: 케이엠더블유, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	204	296	785	975	1,180
매출원가	143	236	533	697	872
매출총이익	61	60	252	278	308
판매비외관리비	64	86	76	85	90
영업이익	-3	-26	176	193	218
영업이익률	-1.5	-8.9	22.4	19.8	18.5
EBITDA	7	-17	186	204	231
영업외손익	-5	-4	2	3	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	18	45	47	50
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-21	-44	-45	-46
외환관련손실	12	14	9	9	8
기타	3	0	1	0	1
법인세비용차감전순이익	-8	-30	178	196	223
법인세비용	-1	-2	-31	-35	-45
계속사업순이익	-9	-31	147	160	178
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-31	147	160	178
당기순이익률	-4.3	-10.6	18.8	16.5	15.1
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	-9	-31	147	160	178
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-14	-30	149	161	179
비재배분포괄이익	0	0	3	3	4
재배분포괄이익	-14	-30	146	158	176

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-259	-927	3,919	4,262	4,734
PER	NA	NA	12.6	11.6	10.4
BPS	1,529	2,555	6,461	10,723	15,457
PBR	16.6	8.6	7.6	4.6	3.2
EBITDAPS	207	-492	4,952	5,428	6,147
EV/EBITDA	68.4	NA	10.8	9.9	8.4
SPS	6,073	8,781	20,863	25,906	31,364
PSR	4.2	2.5	2.4	1.9	1.6
CFPS	464	-229	5,157	5,773	6,517
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	-3.2	45.4	164.9	24.2	21.1
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	9.3	13.4
순이익 증가율	적전	적지	흑전	8.7	11.1
수익성					
ROIC	-2.9	-20.7	62.1	40.0	34.4
ROA	-1.4	-10.8	48.0	35.4	30.5
ROE	-17.9	-45.5	89.6	49.6	36.2
안정성					
부채비율	315.9	217.2	89.5	55.2	38.3
순차입금비율	100.0	35.7	23.4	12.6	-2.7
이자보상배율	-0.5	-4.1	0.0	0.0	0.0

자료: 케이엠더블유, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	124	173	347	499	666
현금및현금성자산	22	54	33	29	90
매출채권 및 기타채권	45	63	220	330	380
재고자산	53	52	90	130	180
기타유동자산	3	4	4	10	15
비유동자산	90	100	114	127	138
유형자산	74	88	103	117	128
관계기업투자금	5	4	4	4	4
기타비유동자산	11	8	6	6	5
자산총계	213	273	461	626	804
유동부채	141	163	192	197	197
매입채무 및 기타채무	61	66	91	106	111
차입금	51	57	45	35	30
유동성채무	15	13	34	34	34
기타유동부채	14	27	22	22	22
비유동부채	21	24	25	25	25
차입금	2	0	1	1	1
전환증권	6	0	0	0	0
기타비유동부채	13	24	24	24	24
부채총계	162	187	217	222	222
자배지분	51	86	243	403	582
자본금	8	9	19	19	19
자본잉여금	59	117	117	117	117
이익잉여금	-10	-41	106	266	444
기타자본변동	-5	1	1	1	1
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	51	86	243	403	582
순차입금	51	31	57	51	-16

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-8	-37	-10	45	124
당기순이익	-9	-31	147	160	178
비현금항목의 가감	24	24	47	57	67
감가상각비	10	10	10	12	13
외환손익	1	-3	-4	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	13	17	40	45	54
자산부채의 증감	-17	-24	-173	-137	-77
기타현금흐름	-7	-5	-31	-35	-45
투자활동 현금흐름	0	-22	-24	-25	-25
투자자산	0	0	1	0	0
유형자산	1	-20	-25	-25	-25
기타	-1	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	7	90	25	1	6
단기차입금	58	25	-12	-10	-5
사채	8	19	-5	0	0
장기차입금	-67	-19	1	0	0
유상증자	0	49	9	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	9	15	32	11	11
현금의 증감	-2	31	-21	-4	62
기초 현금	24	23	54	33	29
기말 현금	23	54	33	29	90
NOPLAT	-3	-28	146	158	175
FCF	0	-40	131	145	163

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 부부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

케이엠더블유(032500) 투자의견 및 목표주가 변경 내용				투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20191102)																						
				<table border="1"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중립)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td>87.6%</td> <td>11.4%</td> <td>0.0%</td> </tr> </tbody> </table>			구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)	비율	87.6%	11.4%	0.0%												
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)																							
비율	87.6%	11.4%	0.0%																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>19.11.05</th> <th>19.08.14</th> <th>19.05.27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>75,000</td> <td>82,000</td> <td>45,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td></td> <td>(18.02)</td> <td>0.46</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td></td> <td>(5.24)</td> <td>29.11</td> </tr> </tbody> </table>				제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27	투자의견	Buy	Buy	Buy	목표주가	75,000	82,000	45,000	과리율(평균.%)		(18.02)	0.46	과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11	<p><b>산업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상</li> <li>- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상</li> <li>- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상</li> </ul>		
제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27																							
투자의견	Buy	Buy	Buy																							
목표주가	75,000	82,000	45,000																							
과리율(평균.%)		(18.02)	0.46																							
과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>19.11.05</th> <th>19.08.14</th> <th>19.05.27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>75,000</td> <td>82,000</td> <td>45,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td></td> <td>(18.02)</td> <td>0.46</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td></td> <td>(5.24)</td> <td>29.11</td> </tr> </tbody> </table>				제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27	투자의견	Buy	Buy	Buy	목표주가	75,000	82,000	45,000	과리율(평균.%)		(18.02)	0.46	과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11	<p><b>기업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상</li> <li>- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상</li> <li>- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상</li> </ul>		
제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27																							
투자의견	Buy	Buy	Buy																							
목표주가	75,000	82,000	45,000																							
과리율(평균.%)		(18.02)	0.46																							
과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>19.11.05</th> <th>19.08.14</th> <th>19.05.27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>75,000</td> <td>82,000</td> <td>45,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td></td> <td>(18.02)</td> <td>0.46</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td></td> <td>(5.24)</td> <td>29.11</td> </tr> </tbody> </table>				제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27	투자의견	Buy	Buy	Buy	목표주가	75,000	82,000	45,000	과리율(평균.%)		(18.02)	0.46	과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11			
제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27																							
투자의견	Buy	Buy	Buy																							
목표주가	75,000	82,000	45,000																							
과리율(평균.%)		(18.02)	0.46																							
과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>19.11.05</th> <th>19.08.14</th> <th>19.05.27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>75,000</td> <td>82,000</td> <td>45,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td></td> <td>(18.02)</td> <td>0.46</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td></td> <td>(5.24)</td> <td>29.11</td> </tr> </tbody> </table>				제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27	투자의견	Buy	Buy	Buy	목표주가	75,000	82,000	45,000	과리율(평균.%)		(18.02)	0.46	과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11			
제시일자	19.11.05	19.08.14	19.05.27																							
투자의견	Buy	Buy	Buy																							
목표주가	75,000	82,000	45,000																							
과리율(평균.%)		(18.02)	0.46																							
과리율(최대/최소.%)		(5.24)	29.11																							