



2018년 5월 30일 | Equity Research

케이엠더블유 (032500)

5G에서 가장 먼저 성과 나타낼 2018~2019년 유망주

금년부터 장기 호황 지속될 전망, 매수/TP 35,000원 유지

KMW에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 1) 미국 스프린트 로의 안정적인 매출이 지속되는 가운데 인도 LTE /국내 5G 매출액이 예상보다 빨리 발생될 전망이어서 금년도 당사 예상치를 상회하는 호실적이 예상되고, 2) 한국에 이어 미국 28GHz 주파수 할당이 예상보다 빨리 이루어질 것으로 보여 금년도 하반기 Massive MIMO 적용에 따른 안테나/필터 매출 확대가 기대되며, 3) 금년도 연말 이후 중국 ZTE로 신규 매출 가능성이 높아지는 상황이고, 4) LED 사업부문 적자 폭이 이미 축소 양상을 나타내고 있는 데다가 LED 사업부문 매각설이 불거지는 상황이어서 LED 사업부문에 대한 투자자들의 우려가 낮아질 것으로 판단되기 때문이다. 여기에 250억원에 달하는 CB 발행 공시로 약재가 이미 노출되었다는 점도 긍정적으로 평가된다. 실적 전망치 유지로 12개월 목표가는 기존의 35,000원을 유지한다.

2018년 영업이익 200억원은 무난히 돌파 예상

KMW는 2018년 연결 영업이익 200억원 초과 달성이 무난할 것으로 보인다. 최근 미국/일본 수출 동향이 양호한 가운데 국내 통신사 5G 안테나/필터 투자가 빠르면 9월부터 이루어질 전망이고 인도 릴라이언스 역시 하반기 5G ready 차원에서 Massive MIMO 장비 구매에 나설 가능성이 높기 때문이다. 여기에 LED 적자 폭 축소가 지속되고 있다는 점도 실적 전망을 밝게 하고 있다.

최근 한국/미국 주파수 경매 계획은 KMW엔 대형 호재

무엇보다 28GHz 주파수 경매가 예상보다 빨리 이루어지고 있다는 점은 고무적이다. 6월 한국에 이어 11월 미국에서 28GHz가 경매에 부쳐질 전망이고 이번 없이 할당될 것이 유력하기 때문이다. 28GHz 주파수 조기 할당은 안테나/필터가 주력인 KMW 입장에서 대형 호재가 될 전망이다. 고주파수의 경우 전송거리가 짧아져 Massive MIMO/빔포밍 기술이 필수적인데 3.5GHz 뿐만 아니라 28GHz 투자도 예상보다 조기에 이루어질 것으로 판단되기 때문이다. 국내에 이어 미국 5G 고주파수 투자가 2019년부터 이루어질 전망이어서 KMW의 장기 실적 전망은 어느 때보다 밝다.

Update

BUY

| TP(12M): 35,000원 | CP(5월 28일): 26,400원

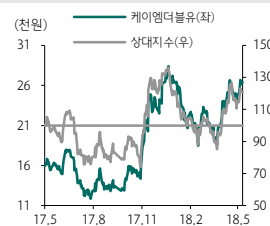
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	879.69
52주 최고/최저(원)	28,400/11,850
시가총액(십억원)	425.0
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	16,100.0
60일 평균 거래량(천주)	210.6
60일 평균 거래대금(십억원)	4.8
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.76
주요주주 지분율(%)	
김덕용 외 2인	40.71
국민연금	6.11
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.2 73.0 59.7
상대	24.2 54.0 19.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	302.8	371.0
영업이익(십억원)	23.6	32.9
순이익(십억원)	16.5	24.2
EPS(원)	1,023	1,500
BPS(원)	4,236	5,716

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	210.5	203.7	320.5	379.1	440.6
영업이익	십억원	(14.5)	(3.0)	22.6	31.3	39.4
세전이익	십억원	(11.6)	(7.6)	17.8	27.5	35.6
순이익	십억원	3.9	(8.7)	15.8	24.8	32.1
EPS	원	244	(540)	982	1,537	1,992
증감률	%	흑전	적전	흑전	56.5	29.6
PER	배	30.60	N/A	26.88	17.17	13.25
PBR	배	1.99	7.37	5.80	4.34	3.27
EV/EBITDA	배	717.76	68.44	17.02	12.84	9.85
ROE	%	8.96	(17.94)	26.71	31.14	29.72
BPS	원	3,763	3,569	4,551	6,089	8,081
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

2018년부터 2021년까지 장기 호황 국면 이어질 듯

2018년 연결 영업이익
200억원 이상 달성 무난할 듯,
2019년은 물론 2021년까지
5G 수혜 이어질 전망

KMW의 장/단기 매출 전망은 낙관적이다. 당초 우려가 컸지만 1분기 실적 호전에 이어 2018년 연간으로도 양호한 실적 달성이 예상된다. 가장 기대를 갖게 하는 지역은 인도와 국내 통신사이다. 인도 통신사들은 아직까지도 LTE 투자에 열심이다. 2016년부터 뒤늦게 LTE 투자에 나섰기 때문이다. 그런데 최근 릴라이언스를 비롯한 인도 통신사들이 LTE 투자를 다른 방향으로 전환하고 있다. 단순히 LTE만을 지원하는 것이 아니라 5G 시대를 준비하는 자세로 5G Ready 장비를 구매해 보다 손쉽게 5G를 맞이하겠다는 것이다. 이러한 이유로 Massive MIMO 기술이 4.5G 장비에 채택되어 공급될 가능성이 높아지는 상황이며 이에 따른 KMW의 수혜가 예상된다.

국내의 경우엔 5G 조기 상용화에 따른 조기 안테나/필터 매출 발생이 예상된다. 2018년 6월 경매, 2019년 3월 상용화 일정을 감안 시 늦어도 금년도 10월엔 국내 통신사들의 5G CAPEX 집행이 불가피할 것이란 판단이며 KMW 국내 5G 매출 4분기 발생 가능성이 유력해 보인다. 미국 스프린트에 이어 인도/국내 매출이 가세할 전망이어서 2018년 영업이익 200억원 초과 달성은 무난할 것이란 판단이다.

2019년도엔 중국 ZTE로의 매출 본격화에 따른 이익 성장이 기대된다. 최근 미국과의 무역 분쟁 우려로 중국 ZTE의 영업 상황이 양호한 편은 아니지만 중국 ZTE와 화웨이가 중국 내에서 정치적으로 갖는 상징성, ICT/4차산업과의 연계성을 감안할 때 실제 피해로 이어질 가능성은 낮은 편이다. 그렇다고 볼 때 당초 예상대로 2019년 연초부터는 중국 ZTE를 통한 중국 차이나모바일로의 안테나/필터 매출이 예상된다. 전반적으로 볼 때 2018년 이익 턴어라운드 이어 2019년 높은 이익 성장이 예상되며 2021년도까지 장기 호황 국면으로의 진입이 예상된다.

표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	68.3	55.0	48.4	36.6	70.4	61.5	86.0	102.6
영업이익	5.7	0.3	0.1	(9.7)	2.8	2.4	8.2	9.2
(영업이익률)	8.3	0.5	0.2	(26.5)	4.0	3.9	9.5	9.0
세전이익	4.2	(0.6)	0.2	(11.9)	1.0	1.5	7.1	8.2
순이익	3.6	(1.4)	0.2	(11.6)	0.7	1.4	6.4	7.3
(순이익률)	5.3	(2.5)	0.4	(31.7)	1.0	2.3	7.4	7.1

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: KMW, 하나금융투자

역시 5G 조기 도입의 최대 수혜주는 안테나/필터 업체인 KMW

5G 조기 도입의 사실상 최대 수혜주,
5G 로드맵 감안 시 실적/주가
모두 가파른 상승세 지속 전망

여전히 Massive MIMO 적용에 대한 의문을 피력하는 투자자들이 존재하지만 28GHz 사용과 Massive MIMO를 통한 빔포밍 기술의 도입은 예상보다도 더 빨리 진행되는 양상이다. 국내/미국 주파수 경매에 통신사 요청으로 28GHz가 매물로 나왔고 할당 가능성이 높다는 점과 국내 KT와 인도 릴라이언스 최근 행태를 보면 이러한 판단이 가능하다.

앞서 언급한 것처럼 국내외에서 28GHz의 조기 사용 가능성이 높아지는 상황이다. 금년도에 예정되어 있는 주파수 경매를 보면 그렇다.

이미 KT는 28GHz대역 활용을 통한 5G 도입에 적극적인 양상이다. 주파수 조기 경매를 요구한 것도 그렇고 28GHz 대역을 활용한 자율자동차 시현, 서울지역 커버리지 계획 언급 등 5G 고주파수 조기 활용 계획을 숨기지 않고 있다. 가장 큰 이유는 커버리지와 트래픽 때문이다.

향후 주파수 할당 로드맵과 트래픽을 예측할 시 2020년만 되어도 28GHz 대역을 사용하지 않으면 이론적으로 주파수 공급 부족 문제가 발생할 수 있다. 현재 동일 콘텐츠 용량 기준으로 4K UHD는 HD의 4배, 8K UHD는 HD의 16배에 달한다. 5G 도입 시 UHD, VR 콘텐츠가 급증할 것임을 감안하고 인당 트래픽이 현재 LTE 6기가에서 5G 20기가까지 증가하게 되면 5G 가입자가 1,500만 명만 되어도 주파수 부족 현상이 나타날 수 있다는 결론에 도달한다. 결국 2020년엔 28GHz 사용이 불가피하다는 얘기다. 여기에 28GHz 장비 개발이 본격화되고 있으며 서울 도심/강남 지역을 기준으로 보면 현재도 기지국 반경이 100~200미터에 불과해 서울지역만 보면 설비투자 부담이 크지 않다는 점도 28GHz의 조기 사용을 높여주는 대목이다. 28GHz 대역을 지원하는 퀄컴 칩이 내년 상반기에 출시될 가능성이 높고 삼성전자의 28GHz 지원 5G SA 휴대폰이 2019년 하반기 출시될 것이란 점을 감안 시 2019년도에는 28GHz 설비 투자 개시가 예상된다.

단기적으로는 인도 릴라이언스가 4.5G에 Massive MIMO 적용을 언급하고 있다는 점이 긍정적이다. 이왕 늦었으니 5G를 준비하는 자세로 LTE 투자를 하자는 얘기인데 KMW 입장에서는 큰 호재가 아닐 수 없다. 인도 4.5G까지 조기 매출에 가세한다면 금년도 하나금융투자 실적 전망치 상향 돌파 가능성이 높아 보이며 금년도 주가 성과도 우수하게 나타날 것으로 판단된다.

그림 1. KMW 인도/중국지역 연간 매출액 전망

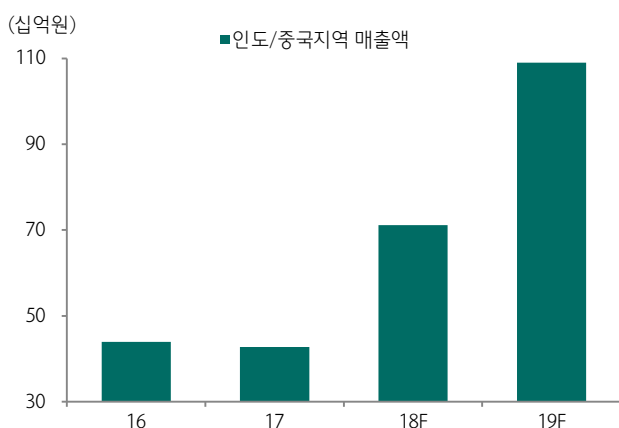
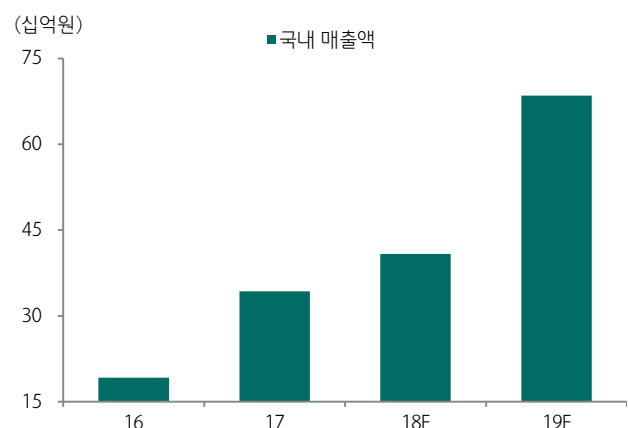


그림 2. KMW 국내 연간 매출액 전망



자료: KMW, 하나금융투자

자료: KMW, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	210.5	203.7	320.5	379.1	440.6
매출원가	161.5	142.6	221.3	261.7	303.5
매출총이익	49.0	61.1	99.2	117.4	137.1
판매비	63.5	64.2	76.6	86.1	97.7
영업이익	(14.5)	(3.0)	22.6	31.3	39.4
금융손익	(7.3)	(8.2)	(4.0)	(2.7)	(2.1)
종속/관계기업손익	0.4	0.1	0.2	(0.1)	0.3
기타영업외손익	9.8	3.5	(1.0)	(1.0)	(2.0)
세전이익	(11.6)	(7.6)	17.8	27.5	35.6
법인세	3.9	1.1	2.0	2.8	3.6
계속사업이익	(15.6)	(8.7)	15.8	24.8	32.1
중단사업이익	19.3	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.7	(8.7)	15.8	24.8	32.1
비지배주주지분 손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	3.9	(8.7)	15.8	24.8	32.1
지배주주지분포괄이익	3.6	(13.6)	15.8	24.8	32.1
NOPAT	(19.4)	(3.5)	20.1	28.2	35.5
EBITDA	0.3	6.9	28.3	36.3	43.8
성장성(%)					
매출액증가율	(4.2)	(3.2)	57.3	18.3	16.2
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	40.3	25.9
EBITDA증가율	흑전	2,200.0	310.1	28.3	20.7
영업이익증가율	적지	적지	흑전	38.5	25.9
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	흑전	57.0	29.4
EPS증가율	흑전	적전	흑전	56.5	29.6
수익성(%)					
매출총이익률	23.3	30.0	31.0	31.0	31.1
EBITDA이익률	0.1	3.4	8.8	9.6	9.9
영업이익률	(6.9)	(1.5)	7.1	8.3	8.9
계속사업이익률	(7.4)	(4.3)	4.9	6.5	7.3

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	244	(540)	982	1,537	1,992
BPS	3,763	3,569	4,551	6,089	8,081
CFPS	587	967	1,836	2,382	2,834
EBITDAPS	16	431	1,761	2,255	2,719
SPS	13,077	12,653	19,907	23,547	27,366
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	30.6	N/A	26.9	17.2	13.3
PBR	2.0	7.4	5.8	4.3	3.3
PCFR	12.8	27.2	14.4	11.1	9.3
EV/EBITDA	717.8	68.4	17.0	12.8	9.8
PSR	0.6	2.1	1.3	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	9.0	(17.9)	26.7	31.1	29.7
ROA	1.5	(4.1)	7.0	9.8	11.2
ROIC	(13.7)	(3.1)	17.3	22.1	27.2
부채비율	357.2	315.9	251.8	192.0	144.6
순부채비율	140.5	100.0	85.4	44.9	4.9
이자보상배율(배)	(2.0)	(0.5)	3.7	5.1	6.4

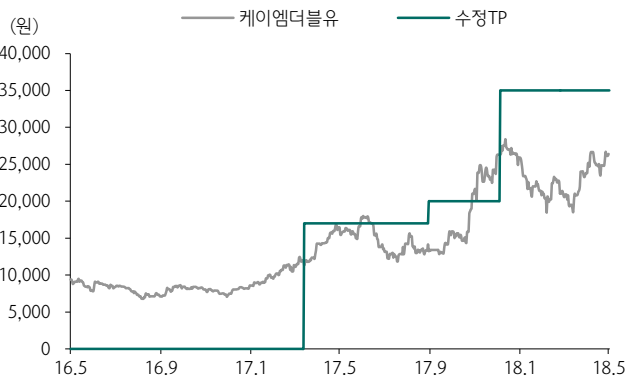
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	106.6	123.8	141.9	178.1	216.0
금융자산	23.7	22.7	16.7	32.9	68.0
현금성자산	23.3	22.5	16.0	32.1	67.1
매출채권 등	40.1	45.4	54.4	55.0	55.5
재고자산	40.7	53.3	64.0	83.2	84.9
기타유동자산	2.1	2.4	6.8	7.0	7.6
비유동자산	101.7	89.5	94.3	90.2	87.1
투자자산	5.7	5.8	16.3	17.2	18.6
금융자산	0.7	0.7	1.9	2.0	2.2
유형자산	84.8	73.7	69.0	64.7	60.9
무형자산	4.3	4.0	3.0	2.3	1.8
기타비유동자산	6.9	6.0	6.0	6.0	5.8
자산총계	208.3	213.4	236.1	268.3	303.1
유동부채	150.0	140.8	145.1	151.7	153.1
금융부채	85.4	66.2	66.2	66.2	66.2
매입채무 등	60.0	60.5	63.6	69.9	70.6
기타유동부채	4.6	14.1	15.3	15.6	16.3
비유동부채	12.7	21.3	23.8	24.8	26.1
금융부채	2.3	7.9	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	10.4	13.4	15.9	16.9	18.2
부채총계	162.7	162.1	169.0	176.4	179.2
지배주주지분	45.6	51.3	67.1	91.9	123.9
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	48.3	58.8	58.8	58.8	58.8
자본조정	(14.4)	(5.5)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
기타포괄이익누계액	5.3	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	(1.8)	(10.1)	5.7	30.4	62.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	45.6	51.3	67.1	91.9	123.9
순금융부채	64.0	51.3	57.3	41.2	6.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	13.7	(7.9)	4.5	17.1	36.4
당기순이익	3.7	(8.7)	15.8	24.8	32.1
조정	0.6	17.4	5.8	5.0	4.3
감가상각비	14.8	10.0	5.7	5.0	4.4
외환거래손익	(0.5)	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(18.5)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	6.2	0.1	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	9.4	(16.6)	(17.1)	(12.7)	(0.0)
투자활동 현금흐름	78.6	(0.5)	(10.9)	(1.0)	(1.4)
투자자산감소(증가)	0.4	(0.1)	(10.5)	(0.9)	(1.3)
유형자산감소(증가)	29.7	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	48.5	(1.1)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(82.0)	7.2	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(74.9)	(13.6)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	10.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.1)	10.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	9.8	(1.6)	(6.7)	16.1	35.0
Unlevered CFO	9.4	15.6	29.6	38.3	45.6
Free Cash Flow	6.9	(13.7)	4.5	17.1	36.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.1.2	BUY	35,000	-	-
17.9.27	BUY	20,000	-8.05%	31.50%
17.4.11	BUY	17,000	-14.54%	5.88%
15.8.17	Reduce	-	-	-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.4%	7.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 5월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 5월 30일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.