

2019. 5. 2



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (4.30)

42,950 원

상승여력

KOSDAQ 754.74pt

시가총액 8,079억원

발행주식수 1,881만주

유동주식비율 61.78%

외국인비중 7.13%

52주 최고/최저가 42,950원/18,250원

평균거래대금 83.0억원

주요주주(%)

김덕용 외 2 인 36.74

미래에셋자산운용 외 2 인 8.28

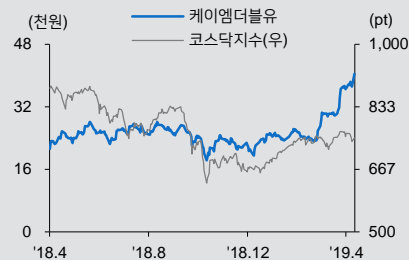
국민연금 8.28

주가상승률(%)

절대주가 42.0 122.5 76.7

상대주가 37.2 89.9 105.1

주가그래프



케이엠더블유 032500

본격적으로 실적에 반영되는 5G 물량

- ✓ 1Q19 영업이익 248억원(+798.0% YoY)으로 시장 컨센서스(88억원) 큰 폭으로 상회
- ✓ 시스템과 안테나 제품 매출 호조. 거래처별로는 삼성전자와 노키아가 주력
- ✓ 하반기 중국향 필터 추가 수주 및 2020년 상용망 구축에 따른 필터 수주 증가 기대
- ✓ 2019년 연결 매출액 5,154억원(+74.0% YoY), 영업이익 825억원(흑전 YoY) 전망
- ✓ 단기 주가 급등과 오버행 이슈에도 중장기적으로 긍정적인 주가 흐름 전망

1Q19 Review: 영업이익 248억원(+798.0% YoY) 기록

케이엠더블유 1Q19 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,182억원(+68.0% YoY), 248억원(+798.0% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 88억원)를 큰 폭으로 상회했다. 제품별 매출액은 시스템과 안테나가 각각 415억원(+1,970.3% YoY), 395억원(+67.5% YoY)을 기록했으며, 필터는 331억원(-13.9% YoY)으로 전년 대비 감소했다. 거래처별로는 삼성전자 407억원(+89.8% YoY), 노키아 427억원(1,593.3% YoY)이 발생했다. 한편, 작년 대규모 재고자산상당금 설정으로 LED 역시 2억원 흑자를 기록했다.

향후 2~3년 중국 5G 투자 수혜 가능

동사는 이달 초 655억원(계약기간 '19.4.1~'19.9.26) 규모로 중국 ZTE에 공급되는 필터(MBF; Micro Bellows Filter) 수주 계약을 공시했다. 중국이 5G 시범망 구축에 적극적인 만큼 하반기 추가 수주가 기대되며, 2020년 본격적인 5G 상용망 구축에 돌입할 경우 필터 공급 물량 확대가 가능하다. 통신장비 특성상 초기 제품 공급 이후 단가 인하는 불가피하나, MBF 마진이 다른 제품 대비 상대적으로 좋은 만큼 수익성 방어에는 효과적일 전망이다.

2019년 영업이익 825억원(흑자전환 YoY) 전망

2019년 연결 매출액 5,154억원(+74.0% YoY), 영업이익 825억원(흑전 YoY)을 전망한다. 2Q19부터 시작되는 중국 ZTE향 필터 공급으로 안정적인 매출 성장이 가능하나, 전통적으로 4분기에 발생하는 일회성 요인을 감안해 실적을 다소 보수적으로 추정했다. 단기 주가 급등과 5월 시장에 출하되는 전환사채 물량은 부담 요인이거나, 향후 2~3년 성장세 감안 시 중장기적으로 긍정적인 주가 흐름을 예상한다.

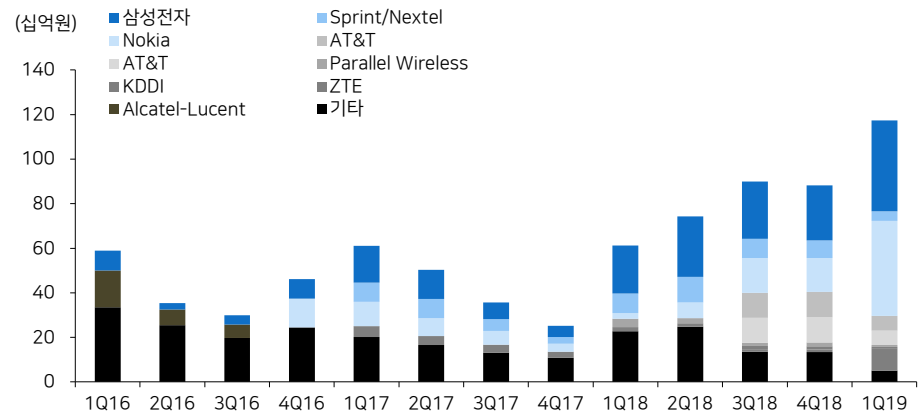
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	210.7	-19.0	-13.3	-791	-131.3	5,047	-19.2	3.0	-44.0	-15.7	190.1
2015	219.8	-44.9	-47.9	-2,857	282.2	2,521	-2.4	2.7	-8.8	-75.5	437.1
2016	210.5	-14.5	3.9	235	-107.8	2,716	30.8	2.7	717.8	9.0	357.2
2017	203.7	-3.1	-8.7	-518	-334.3	3,059	-49.1	8.3	68.4	-17.9	315.9
2018	296.3	-26.2	-31.3	-1,855	258.1	4,584	-11.9	4.8	-27.3	-45.5	217.2

표1 케이엠더블유 1Q19 실적 Review

(십억원)	1Q19	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	118.2	70.4	68.0	54.2	118.2	92.8	27.4	91.7	29.0
영업이익	24.8	2.8	798.0	-21.0	흑전	8.8	182.0	4.8	417.0
세전이익	25.7	1.0	2,541.0	-22.0	흑전	7.6	237.8	4.4	483.5
순이익	21.4	0.7	3,113.7	-22.3	흑전	6.2	244.8	3.5	510.9

자료: 케이엠더블유, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 케이엠더블유 거래처별 매출 추이



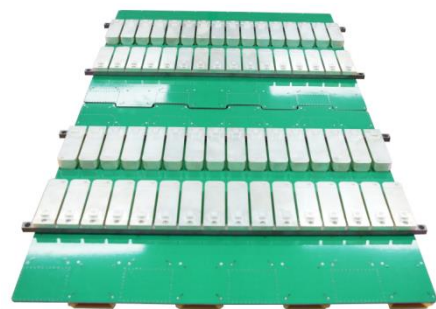
자료: 케이엠더블유, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 MMR(Massive MIMO Radio) 장비



자료: 케이엠더블유, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 MBF(Micro Bellows Filter)



자료: 케이엠더블유, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 케이엠더블유 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018	2019E
제품별 매출액	70.4	85.0	86.7	54.2	118.2	142.5	132.8	121.9	210.5	203.7	296.3	515.4
RF소계	63.1	77.4	82.1	44.1	112.5	136.5	129.1	113.8	170.4	172.1	266.7	491.8
RRH	2.0	7.0	26.0	5.6	41.5	49.1	46.5	39.8	41.0	26.7	40.7	176.9
ANTENNA	22.6	29.7	18.0	14.7	37.9	43.7	41.3	31.9	24.2	49.2	85.1	154.7
FILTER 및 기타	38.5	40.6	38.1	23.8	33.1	43.7	41.3	42.1	105.1	96.3	140.9	160.2
LED	7.3	7.6	4.6	10.1	5.8	6.1	3.7	8.1	40.1	31.6	29.6	23.6
거래처별 매출액												
RF소계												
삼성전자	21.5	27.1	25.7	17.4	40.7	39.5	37.5	28.1	24.6	42.1	91.6	145.9
Sprint/Nextel	8.8	11.6	8.6	3.8	4.3	7.0	7.3	3.3	0.0	25.5	32.9	21.9
Nokia	2.5	7.0	15.6	8.6	42.7	39.7	34.4	29.3	12.9	28.6	33.7	146.2
AT&T	0.0	0.0	11.2	5.6	6.5	6.8	7.2	6.6	0.0	0.0	16.7	27.2
DENGYO	1.9	3.1	3.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	0.0	0.0	9.8	6.6
Parallel Wireless	3.8	2.3	1.5	0.7	0.8	2.3	1.5	0.7	0.0	0.0	8.3	5.3
KDDI	1.9	1.5	1.4	0.8	0.8	1.5	1.4	0.8	0.0	15.2	5.6	4.5
ZTE	0.0	0.0	1.1	0.7	9.8	32.8	32.8	38.2	0.0	0.0	1.8	113.4
기타	22.7	24.8	13.6	5.2	5.1	5.1	5.2	5.3	103.3	60.7	66.3	20.8
LED												
블루카이트	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	3.8	0.1	0.5	0.2
PLANLED	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.7	0.0	0.0
기타	7.1	7.4	4.6	9.9	5.7	6.0	3.6	8.0	35.2	30.9	29.1	23.4
영업이익	2.8	-7.4	-0.7	-21.0	24.8	24.1	22.2	11.4	0.1	-3.0	-26.4	82.5
RF소계	3.4	-6.3	1.4	-14.4	24.6	23.9	22.2	12.0	2.3	11.2	-16.0	82.6
LED	-0.6	-1.1	-2.0	-6.6	0.2	0.2	0.0	-0.5	-16.8	-14.2	-10.3	-0.1
세전이익	1.0	-7.2	-1.7	-22.0	25.7	21.7	20.0	10.3	-11.6	-7.6	-29.9	77.6
당기순이익	0.7	-7.6	-2.6	-22.3	21.4	17.3	16.0	8.2	3.9	-8.7	-31.8	62.9
영업이익률(%)	3.9	-8.7	-0.8	-38.7	21.0	16.9	16.7	9.4	0.0	-1.5	-8.9	16.0
당기순이익률(%)	0.9	-9.0	-3.0	-41.1	18.1	12.2	12.0	6.8	1.9	-4.3	-10.7	12.2

자료: 케이엠더블유, 메리츠증권 리서치센터

케이엠더블유 (032500)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	210.7	219.8	210.5	203.7	296.3
매출액증가율 (%)	-33.7	4.3	-4.2	-3.2	45.4
매출원가	160.3	190.0	161.6	142.6	236.0
매출총이익	50.4	29.8	49.0	61.1	60.2
판매관리비	69.3	74.7	63.5	64.2	86.5
영업이익	-19.0	-44.9	-14.5	-3.1	-26.2
영업이익률	-9.0	-20.4	-6.9	-1.5	-8.9
금융손익	-4.3	-6.4	-7.3	-8.2	-3.4
종속/관계기업손익	0.0	1.9	0.4	0.1	0.1
기타영업외손익	3.5	-0.4	9.8	3.5	-0.2
세전계속사업이익	-19.7	-49.8	-11.6	-7.6	-29.8
법인세비용	-0.5	-1.6	3.9	1.1	1.5
당기순이익	-12.5	-47.8	3.7	-8.7	-31.3
지배주주지분 손익	-13.3	-47.9	3.9	-8.7	-31.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	-23.8	-4.6	13.7	-7.9	-37.4
당기순이익(손실)	-12.5	-47.8	3.7	-8.7	-31.3
유형자산상각비	9.7	12.7	13.8	8.9	8.5
무형자산상각비	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
운전자본의 증감	-20.5	15.8	9.4	-16.6	-24.2
투자활동 현금흐름	-18.9	-19.8	78.6	-0.5	-21.9
유형자산의증가(CAPEX)	-16.0	-17.7	-6.8	-5.9	-20.9
투자자산의감소(증가)	-0.7	0.1	0.4	-0.1	0.7
재무활동 현금흐름	50.9	28.9	-82.0	7.2	90.1
차입금의 증감	28.0	26.2	-74.9	-13.6	17.8
자본의 증가	6.3	3.5	0.0	10.5	59.6
현금의 증가(감소)	8.8	-13.2	9.8	-1.6	31.1
기초현금	18.8	27.6	14.5	24.2	22.7
기말현금	27.6	14.5	24.2	22.7	53.8

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	160.4	181.9	106.6	123.8	173.1
현금및현금성자산	27.3	14.0	23.3	22.5	53.6
매출채권	57.1	46.8	37.2	42.2	51.6
재고자산	58.0	52.9	40.7	53.3	52.3
비유동자산	135.1	138.7	101.7	89.5	100.4
유형자산	124.0	124.1	84.8	73.7	88.0
무형자산	3.3	4.6	4.3	4.0	3.1
투자자산	4.4	6.1	5.7	5.8	5.1
자산총계	295.5	320.6	208.3	213.4	273.5
유동부채	165.8	210.5	150.0	140.8	163.0
매입채무	27.7	51.3	43.4	42.7	45.0
단기차입금	113.5	115.9	61.1	51.0	57.2
유동성장기부채	4.5	13.2	0.2	15.2	12.5
비유동부채	27.9	50.4	12.7	21.3	24.3
사채	0.0	21.2	0.0	5.9	0.0
장기차입금	18.4	12.3	2.3	2.0	0.1
부채총계	193.6	260.9	162.7	162.1	187.3
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	9.4
자본잉여금	44.8	48.3	48.3	58.9	117.1
기타포괄이익누계액	5.8	7.7	5.4	0.1	1.2
이익잉여금	40.3	-7.5	-1.8	-10.1	-41.4
비지배주주지분	17.2	17.4	0.0	0.0	0.0
자본총계	101.9	59.7	45.6	51.3	86.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017	2018
주당데이터(원)					
SPS	12,563	13,105	12,552	12,146	17,562
EPS(지배주주)	-791	-2,857	235	-518	-1,855
CFPS	392	-873	563	928	-457
EBITDAPS	-500	-1,867	15	414	-984
BPS	5,047	2,521	2,716	3,059	4,584
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-19.2	-2.4	30.8	-49.1	-11.9
PCR	38.7	-7.9	12.8	27.4	-48.2
PSR	1.2	0.5	0.6	2.1	1.3
PBR	3.0	2.7	2.7	8.3	4.8
EBITDA	-8.4	-31.3	0.3	6.9	-16.6
EV/EBITDA	-44.0	-8.8	717.8	68.4	-27.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-15.7	-75.5	9.0	-17.9	-45.5
EBITDA 이익률	-4.0	-14.2	0.1	3.4	-5.6
부채비율	190.1	437.1	357.2	315.9	217.2
금융비용부담률	2.1	3.1	3.4	2.8	2.2
이자보상배율(x)	-4.3	-6.5	-2.0	-0.5	-4.1
매출채권회전율(x)	4.0	4.2	5.0	5.1	6.3
재고자산회전율(x)	4.0	4.0	4.5	4.3	5.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수,문경원)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율