



케이엠더블유 (032500)

폭발적인 성장 잠재력에 베팅하자

▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (유지)

목표주가(상향): 100,000원

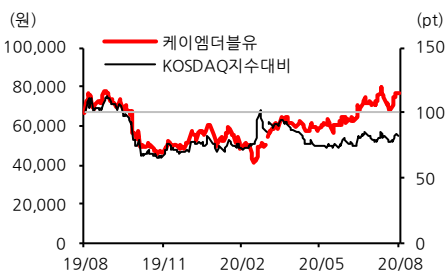
현재 주가(9/1)	78,600원
상승여력	▲27.2%
시가총액	31,299억원
발행주식수	39,821천주
52 주 최고가 / 최저가	79,300 / 41,550원
90 일 일평균 거래대금	917.99억원
외국인 지분율	9.4%
주주 구성	
김덕용 (외 2 인)	35.5%
케이엠더블유우리사주 (외 1 인)	1.4%
김세엽 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.7	31.4	61.6	18.2
상대수익률(KOSDAQ)	6.0	15.4	21.8	-21.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	296	683	652	1,121
영업이익	-26	137	121	261
EBITDA	-17	146	133	272
지배주주순이익	-31	103	100	209
EPS	-915	2,658	2,522	5,258
순차입금	38	49	-90	-271
PER	-	19.2	31.2	14.9
PBR	4.8	9.4	9.9	5.9
EV/EBITDA	-27.3	14.3	22.9	10.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-45.5	67.8	37.6	49.6

주가 추이



케이엠더블유는 하반기 실적 개선세가 지속될 것으로 예상되며, 2021년에는 미국, 일본, 인도 지역에서의 5G 수혜가 기대됩니다. 글로벌 빅 사이클 수혜를 반영하며 투자의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 100,000 원으로 상향합니다.

분기실적 개선세는 지속될 전망

케이엠더블유의 2분기 실적은 매출액 1,272억 원(+64.1% q-q, -40.1% y-y), 영업이익 220억 원(+235.8% q-q, -60.3% y-y)으로 시장기대치를 하회하였다. 실적부진의 주요 원인은 예상보다 부진했던 국내 및 해외수주였다. 국내를 포함한 글로벌 5G 투자 스케줄이 COVID-19 확산으로 인해 계속해서 지연되었기 때문이다. 3분기에도 COVID-19로 인한 비우호적인 영업환경은 지속될 전망이지만, 해외 수주흐름이 개선되면서 q-q 개선세는 이어갈 것으로 예상된다. 당사가 예상하는 3분기 실적은 매출액 1,492억 원(+17.3% q-q, -43.7% y-y), 영업이익 266억 원(+20.6% q-q, -54.0% y-y)이다.

MMR 시장 2021년부터 빠르게 성장할 것으로 예상

당사는 2021년부터 글로벌 MMR(Massive MIMO Radio) 장비시장이 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 2019년에 확인된 케이엠더블유의 폭발적인 실적을 상회하는 2021년 실적을 예상하는 이유이기도 하다. 2019년에는 동사의 실적 성장 드라이버가 주로 국내 MMR 수요증가였다면, 2021년에는 미국, 일본, 인도 등과 같은 글로벌 주요 지역에서의 수요증가가 예상된다. 특히, 미국의 경우 Dish Networks가 신규 통신사업자로 시장 진입을 계획하고 있기 때문에, 새로운 장비수요가 크게 추가될 가능성이 높다는 점도 긍정적인 부분이다.

2021년 폭발적인 성장 기대: 목표주가 100,000원으로 상향

COVID-19로 인한 글로벌 5G 투자스케줄 지연을 반영하여 케이엠더블유의 2020년 실적을 매출액 6,523억 원(-4.5% y-y), 영업이익 1,212억 원(-11.4% y-y)으로 하향조정한다. 하지만, 이제부터는 2021년 글로벌 5G 투자에 따른 성장 잠재력에 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 주로 국내에서 발생했던 매출이 앞으로 미국, 일본, 인도 등으로 확대될 것이기 때문이다. 따라서 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 2021년 예상 실적을 반영하여 100,000원으로 상향한다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 100,000 원으로 상향

케이엠더블유에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 100,000원으로 상향한다. 당사는 COVID-19 확산으로 인해 주요 고객사 투자스케줄이 지연되어, 분기실적이 기대치에 부합하지 못했으나, 하반기에 점진적으로 회복될 국내 및 해외수주 흐름으로 분기별 실적 개선세는 지속될 것으로 예상된다.

당사는 현 시점부터는 2021년부터 빠르게 성장할 MMR 장비시장에 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 케이엠더블유는 MMR 장비부문에서 세계적인 수준의 기술력을 보유하고 있다. 2019년에 Nokia와의 파트너십을 바탕으로 기록했던 폭발적인 실적이 이를 증명하는 부분이라고 생각한다. 2019년 실적 성장이 주로 국내 MMR 수요증가로 가능했다면, 2021년에는 국내를 비롯해 미국, 일본, 인도 시장에서 수요가 빠르게 증가할 것으로 예상된다. 이를 반영한 2021년 예상실적은 매출액 1조 1,212억 원(+71.9% y-y), 영업이익 2,607억 원(+115.1% y-y)이다.

[표1] 케이엠더블유 목표주가 상향조정

	(단위: 십억 원)	주석
1) 케이엠더블유 2021F 순이익	213.2	
2) Target PER multiple (배)	18.7	
3) Target 시가총액	3,987.5	
4) 주식수 (주)	39,820,883	
5) 적정주가 (원)	100,135	
6) Upside	27.4%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

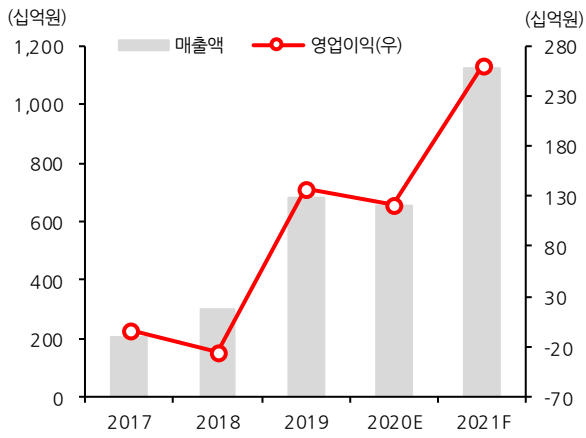
[표2] 케이엠더블유 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F
매출액	682.9	652.3	1,121.2	118.2	212.3	265.0	87.3	77.5	127.2	149.2	298.3
시스템(MMR, RRH)	422.6	411.5	776.5	41.2	132.5	206.7	42.2	51.6	64.8	79.3	215.8
안테나	83.5	44.5	58.8	37.9	18.4	15.0	12.2	5.2	11.1	12.6	15.7
필터	156.7	184.7	273.7	33.1	57.7	36.9	29.0	17.6	48.6	54.6	64.0
LED	20.1	11.6	12.1	5.8	4.0	6.4	4.0	3.2	2.8	2.8	2.9
영업이익	136.7	121.2	260.7	24.8	55.5	57.8	-1.4	6.6	22.0	26.6	66.0
영업이익률	20.0%	18.6%	23.2%	21.0%	26.2%	21.8%	-1.7%	8.5%	17.3%	17.8%	22.1%

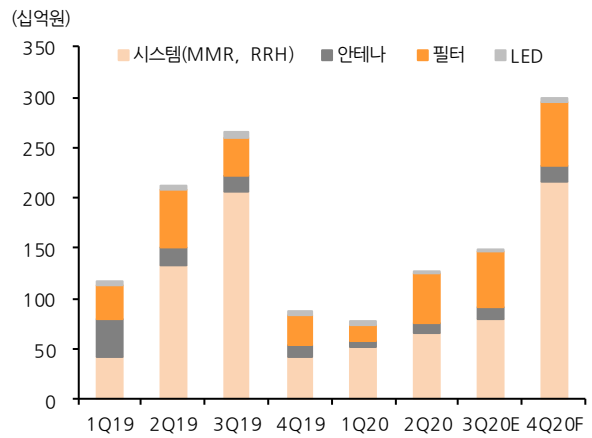
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 케이엠더블유 2021년 고성장 기대



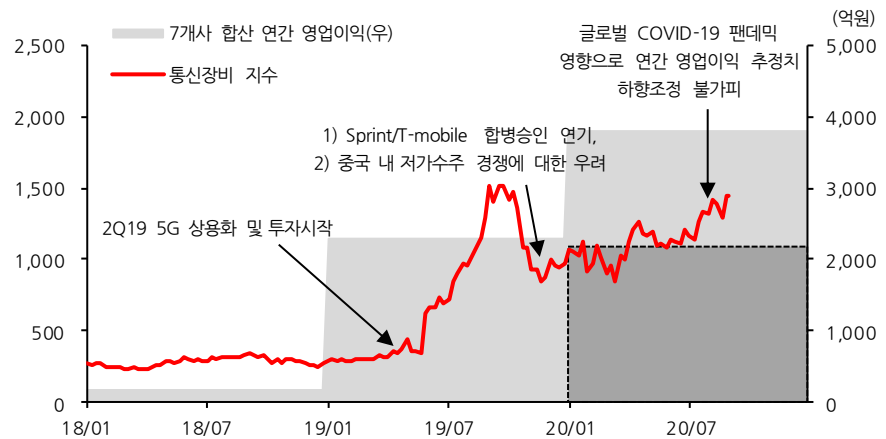
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 케이엠더블유 제품별 분기매출 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2018~ 2020 주요 통신장비 업체 영업이익 및 주가 추이



주: 주요 통신장비 업체 7개사 - 케이엠더블유, 에이스테크, RFHIC, 에치에프알, 이노와이어리스, 오이솔루션, 솔리드
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	204	296	683	652	1,121
매출총이익	61	60	218	196	341
영업이익	-3	-26	137	121	261
EBITDA	7	-17	146	133	272
순이자손익	-6	-6	-5	-4	-4
외화관련손익	-3	4	-2	4	0
지분법손익	0	-1	1	1	2
세전계속사업손익	-8	-30	129	126	260
당기순이익	-9	-31	103	100	207
지배주주순이익	-9	-31	103	100	209
증가율(%)					
매출액	-3.2	45.4	130.5	-4.5	71.9
영업이익	적지	적지	흑전	-11.4	115.1
EBITDA	2,599.5	적전	흑전	-8.9	105.4
순이익	적전	적지	흑전	-3.0	107.9
이익률(%)					
매출총이익률	30.0	20.3	31.9	30.0	30.4
영업이익률	-1.5	-8.9	20.0	18.6	23.2
EBITDA 이익률	3.4	-5.6	21.3	20.3	24.3
세전이익률	-3.7	-10.0	19.0	19.3	23.2
순이익률	-4.3	-10.6	15.0	15.3	18.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-8	-37	-4	160	209
당기순이익	-9	-31	103	100	207
자산상각비	10	10	9	12	12
운전자본증감	-17	-24	-149	60	-11
매출채권 감소(증가)	-17	-8	-131	27	-16
재고자산 감소(증가)	-13	1	-23	21	-5
매입채무 증가(감소)	4	1	10	10	7
투자현금흐름	0	-22	-18	-24	-28
유형자산처분(취득)	1	-20	-14	-24	-29
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	7	90	17	12	4
차입금의 증가(감소)	-1	27	23	12	4
자본의 증가(감소)	8	54	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	16	-8	160	117	220
(-)운전자본증가(감소)	8	20	127	-57	11
(-)설비투자	6	21	18	25	29
(+)자산매각	6	0	2	1	0
Free Cash Flow	7	-49	17	149	179
(-)기타투자	8	4	23	-3	-1
잉여현금	-1	-54	-6	152	181
NOPLAT	-2	-19	108	96	207
(+) Dep	10	10	9	12	12
(-)운전자본투자	8	20	127	-57	11
(-)Capex	6	21	18	25	29
OpFCF	-6	-51	-28	139	178

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	124	173	313	414	616
현금성자산	23	54	50	202	383
매출채권	45	63	187	156	172
재고자산	53	52	74	51	56
비유동자산	90	100	114	130	148
투자자산	12	9	13	13	14
유형자산	74	88	98	113	131
무형자산	4	3	3	4	3
자산총계	213	273	427	544	764
유동부채	141	163	179	175	184
매입채무	54	58	64	75	82
유동성이자부채	66	91	90	80	80
비유동부채	21	24	31	52	53
비유동이자부채	8	1	9	32	32
부채총계	162	187	210	227	237
자본금	8	9	20	20	20
자본잉여금	59	117	132	132	132
이익잉여금	-10	-41	61	162	371
자본조정	-5	1	3	3	3
자기주식	-6	-1	0	0	0
자본총계	51	86	217	317	527

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-261	-915	2,658	2,522	5,258
BPS	1,540	2,292	5,446	7,966	13,224
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	467	-226	4,154	2,928	5,528
ROA(%)	-4.1	-12.9	29.3	20.7	32.0
ROE(%)	-17.9	-45.5	67.8	37.6	49.6
ROIC(%)	-2.2	-17.6	57.5	40.3	89.0
Multiples(x, %)					
PER	-	-	19.2	31.2	14.9
PBR	8.3	4.8	9.4	9.9	5.9
PSR	2.1	1.3	2.9	4.8	2.8
PCR	27.2	-48.9	12.3	26.8	14.2
EV/EBITDA	68.4	-27.3	14.3	22.9	10.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	315.9	217.2	97.0	71.5	45.0
Net debt/Equity	100.0	43.8	22.5	-28.5	-51.5
Net debt/EBITDA	739.8	-227.6	33.5	-68.1	-99.5
유동비율	88.0	106.2	174.8	237.3	334.6
이자보상배율(배)	-	-	24.1	10.1	9.7
자산구조(%)					
투자자본	73.7	65.2	80.5	50.4	38.4
현금+투자자산	26.3	34.8	19.5	49.6	61.6
자본구조(%)					
차입금	59.1	51.6	31.3	26.1	17.5
자기자본	40.9	48.4	68.7	73.9	82.5

[Compliance Notice]

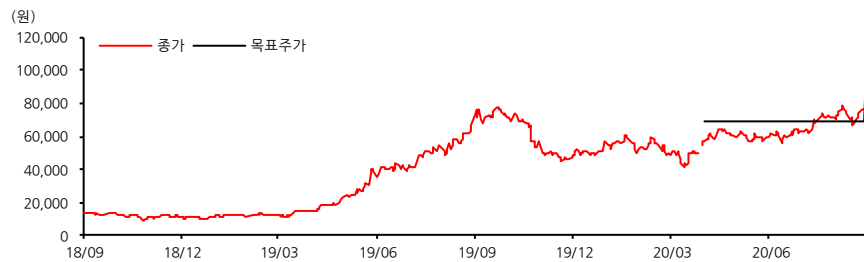
(공표일: 2020년 9월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최준영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[케이엠더블유 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2020.04.03	2020.04.03	2020.09.02		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격	최준영	69,500	100,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.03	Buy	69,500	-6.86	14.10
2020.09.02	Buy	100,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%