



케이엠더블유 (032500)

2021년 기대감은 여전히 유효하다

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

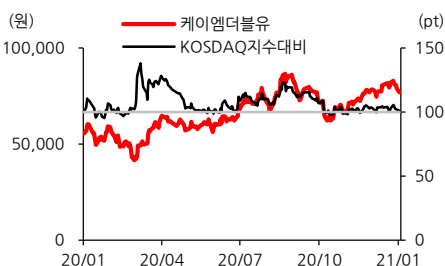
현재 주가(1/19)	79,200원
상승여력	▲26.3%
시가총액	31,538억원
발행주식수	39,821천주
52 주 최고가 / 최저가	86,600 / 41,550원
90 일 일평균 거래대금	473.22억원
외국인 지분율	10.1%
주주 구성	
김덕용 (외 2인)	35.5%
케이엠더블유우리사주 (외 1인)	1.4%
김세엽 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.9	11.2	15.1	43.0
상대수익률(KOSDAQ)	-0.2	-5.2	-7.2	3.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	296	683	354	1,062
영업이익	-26	137	40	251
EBITDA	-17	146	51	262
지배주주순이익	-31	103	32	214
EPS	-915	2,658	734	5,382
순차입금	38	49	-57	-115
PER	-	19.2	97.4	14.7
PBR	4.8	9.4	11.6	7.1
EV/EBITDA	-	14.3	54.4	11.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-45.5	67.8	12.6	57.3

주가 추이



케이엠더블유는 4 분기가 계절적 비수기인 관계로 3 분기와 유사한 수준의 실적이 예상됩니다. 2021년에는 미국, 일본 등과 같은 글로벌 주요 지역에서의 매출이 기대됩니다. 투자의견 Buy와 목표주가 100,000원을 유지합니다.

4분기는 계절적 비수기

케이엠더블유의 3분기 실적은 매출액 745억 원(-41.4% q-q, -71.9% y-y), 영업이익 60억 원(-72.5% q-q, -89.5% y-y)으로 시장기대치를 크게 하회하였다. 실적부진의 주요원인은 예상보다 부진했던 국내 및 해외수주였다. 국내를 포함한 글로벌 5G 투자 스케줄이 COVID-19 재확산으로 인해 계속해서 지연되었기 때문이다. 4분기 실적도 계절적 비수기 영향으로 인해 부진이 지속될 전망이다. 당사가 예상하는 4분기 실적은 매출액 743억 원(-0.3% q-q, -14.9% y-y), 영업이익 53억 원(-11.8% q-q, 흑자전환 y-y)이다.

2021년 기대감 유효

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

2021년 글로벌 5G 수혜에 대한 긍정적 시각 유지

케이엠더블유의 주가는 글로벌 5G 투자를 위한 가시적인 변화의 부재가 투자 불확실성에 대한 우려로 확산되면서 Underperform 하였다. 하지만, 미국 주파수 경매 Auction 107이 1월 중에 마무리되면 투자를 위한 본격적인 움직임들이 포착될 것으로 예상되기 때문에 긍정적인 시각을 유지해야 한다고 생각한다. 당사는 글로벌 5G 투자 수혜를 감안하여 케이엠더블유의 2021년 실적을 매출액 1조 619억 원, 영업이익 2,507억 원으로 추정한다. 따라서, 투자의견 Buy와 목표주가 100,000원을 유지한다.

투자이견 Buy, 목표주가 100,000 원 유지

케이엠더블유에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 100,000원을 유지한다. 동사는 COVID-19 확산으로 인해 주요 고객사 투자 스케줄이 지연되어, 부진한 분기 실적이 지속되고 있으나, 2021년에는 국내 및 해외수주 흐름이 개선될 것으로 예상된다. 따라서, 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 등과 같은 글로벌 주요 시장에서 수요가 빠르게 증가할 것으로 예상된다. 이를 반영한 2021년 예상실적은 매출액 1조 619억 원 (+200.4% y-y), 영업이익 2,507억 원(+527.0% y-y)이다.

[표1] 케이엠더블유 목표주가 산출

	(단위: 십억 원)	주식
1) 케이엠더블유 2021F 순이익	214.3	
2) Target PER multiple (배)	18.7	
3) Target 시가총액	4,008.1	
4) 주식수 (주)	39,820,883	
5) 적정주가 (원)	100,653	
6) Upside	27.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

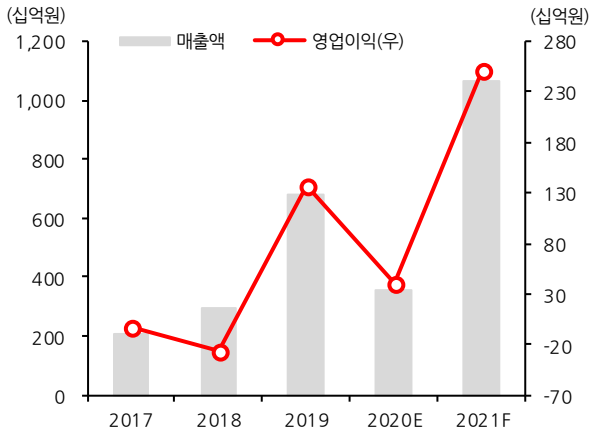
[표2] 케이엠더블유 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	682.9	353.5	1,061.9	118.2	212.3	265.0	87.3	77.5	127.2	74.5	74.3
시스템(MMR, RRH)	422.6	195.0	789.9	41.2	132.5	206.7	42.2	51.6	64.8	39.7	38.9
안테나	83.5	47.0	84.6	37.9	18.4	15.0	12.2	5.2	11.1	15.3	15.5
필터	156.7	102.4	177.9	33.1	57.7	36.9	29.0	17.6	48.6	18.0	18.2
LED	20.1	9.2	9.6	5.8	4.0	6.4	4.0	3.2	2.8	1.6	1.6
영업이익	136.7	40.0	250.7	24.8	55.5	57.8	-1.4	6.6	22.0	6.0	5.3
영업이익률	20.0%	11.3%	23.6%	21.0%	26.2%	21.8%	-1.7%	8.5%	17.3%	8.1%	7.2%

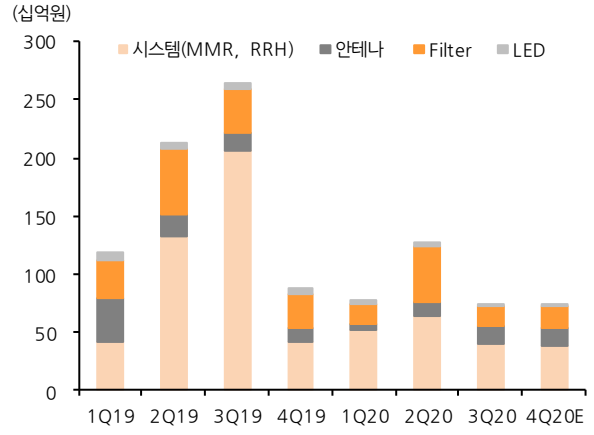
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 케이엠더블유 2021년 고성장 기대



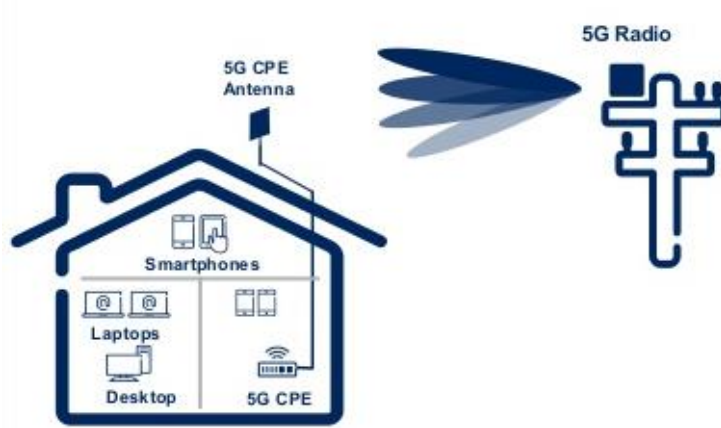
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 케이엠더블유 제품별 분기매출 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 5G FWA(Fixed Wireless Access) 구조



자료: Ericsson

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	204	296	683	354	1,062
매출총이익	61	60	218	111	328
영업이익	-3	-26	137	40	251
EBITDA	7	-17	146	51	262
순이자손익	-6	-6	-5	-10	-7
외화관련손익	-3	4	-2	4	0
지분법손익	0	-1	1	0	1
세전계속사업손익	-8	-30	129	38	247
당기순이익	-9	-31	103	29	197
지배주주순이익	-9	-31	103	32	214
증가율(%)					
매출액	-3.2	45.4	130.5	-48.2	200.4
영업이익	적지	적지	흑전	-70.7	527.0
EBITDA	2,599.5	적전	흑전	-64.8	410.4
순이익	적전	적지	흑전	-71.6	576.4
이익률(%)					
매출총이익률	30.0	20.3	31.9	31.4	30.9
영업이익률	-1.5	-8.9	20.0	11.3	23.6
EBITDA 이익률	3.4	-5.6	21.3	14.5	24.7
세전이익률	-3.7	-10.0	19.0	10.8	23.3
순이익률	-4.3	-10.6	15.0	8.3	18.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-8	-37	-4	119	85
당기순이익	-9	-31	103	29	197
자산상각비	10	10	9	11	11
운전자본증감	-17	-24	-149	89	-123
매출채권 감소(증가)	-17	-8	-131	63	-109
재고자산 감소(증가)	-13	1	-23	32	-35
매입채무 증가(감소)	4	1	10	-6	19
투자현금흐름	0	-22	-18	-17	-27
유형자산처분(취득)	1	-20	-14	-16	-28
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	7	90	17	24	21
차입금의 증가(감소)	-1	27	23	24	21
자본의 증가(감소)	8	54	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	16	-8	160	46	208
(-)운전자본증가(감소)	8	20	127	-87	123
(-)설비투자	6	21	18	17	28
(+)자산매각	6	0	2	1	0
Free Cash Flow	7	-49	17	116	57
(-)기타투자	8	4	23	-3	-1
잉여현금	-1	-54	-6	119	58
NOPLAT	-2	-19	108	31	200
(+) Dep	10	10	9	11	11
(-)운전자본투자	8	20	127	-87	123
(-)Capex	6	21	18	17	28
OpFCF	-6	-51	-28	111	61

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	124	173	313	346	569
현금성자산	23	54	50	181	259
매출채권	45	63	187	121	230
재고자산	53	52	74	40	75
비유동자산	90	100	114	122	139
투자자산	12	9	13	13	14
유형자산	74	88	98	105	123
무형자산	4	3	3	4	3
자산총계	213	273	427	468	708
유동부채	141	163	179	170	212
매입채무	54	58	64	58	77
유동성이자부채	66	91	90	92	112
비유동부채	21	24	31	52	53
비유동이자부채	8	1	9	32	32
부채총계	162	187	210	222	265
자본금	8	9	20	20	20
자본잉여금	59	117	132	132	132
이익잉여금	-10	-41	61	91	288
자본조정	-5	1	3	3	3
자기주식	-6	-1	0	0	0
자본총계	51	86	217	246	443

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-261	-915	2,658	734	5,382
BPS	1,540	2,292	5,446	6,178	11,135
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	467	-226	4,154	1,154	5,219
ROA(%)	-4.1	-12.9	29.3	6.5	33.6
ROE(%)	-17.9	-45.5	67.8	12.6	57.3
ROIC(%)	-2.2	-17.6	57.5	13.9	79.9
Multiples(x, %)					
PER	-	-	19.2	97.4	14.7
PBR	8.3	4.8	9.4	11.6	7.1
PSR	2.1	1.3	2.9	8.1	3.0
PCR	27.2	-	12.3	62.0	15.2
EV/EBITDA	68.4	-	14.3	54.4	11.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	315.9	217.2	97.0	90.2	59.7
Net debt/Equity	100.0	43.8	22.5	-23.1	-25.9
Net debt/EBITDA	739.8	-227.6	33.5	-110.5	-43.9
유동비율	88.0	106.2	174.8	203.8	268.7
이자보상배율(배)	-	-	24.1	2.7	8.9
자산구조(%)					
투자자본	73.7	65.2	80.5	48.3	54.0
현금+투자자산	26.3	34.8	19.5	51.7	46.0
자본구조(%)					
차입금	59.1	51.6	31.3	33.5	24.6
자기자본	40.9	48.4	68.7	66.5	75.4

[Compliance Notice]

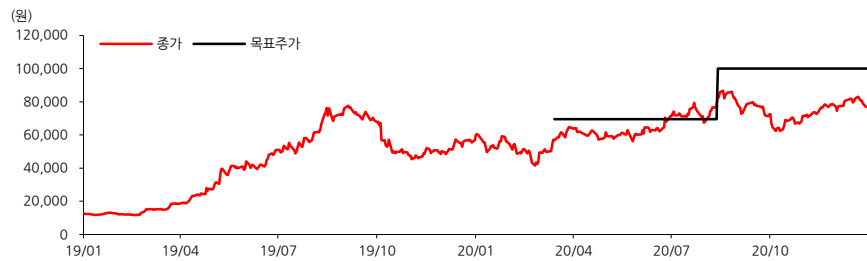
(공표일: 2021년 1월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.04.03	2020.04.03	2020.09.02	2020.09.04	2020.09.25	2020.11.12
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	69,500	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2021.01.20					
투자의견	Buy					
목표가격	100,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.03	Buy	69,500	-6.67	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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%