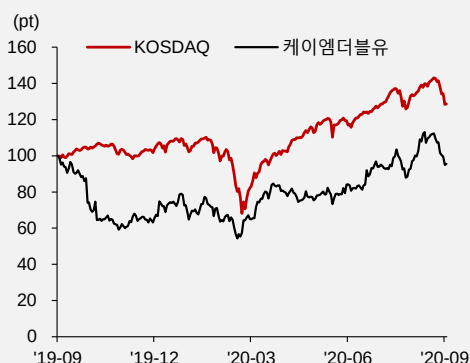


BUY (신규)

목표주가	129,000 원
현재주가	73,200 원
Upside	76.9 %
Key Data	2020 년 09 월 25 일
산업분류	코스닥 IT H/W
KOSDAQ(pt)	808.28
시가총액 (억원)	29,149
발행주식수 (천주)	39,821
외국인 지분율 (%)	9.4
52 주 고가 (원)	86,600
저가 (원)	41,550
60 일 일평균거래대금 (십억원)	102.7
주요주주	(%)
김덕용 외 2 인	34.7
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	2.8 42.4 -4.3
상대주가	6.4 -10.9 -25.8

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 오승택
stoh@leading.co.kr
+822-2009-7315

케이엠더블유(032500)

통신장비 왕의 귀환

기업 개요 - 무선통신 기지국 장비 및 부품 전문 제조 업체

동사는 무선통신을 위한 기지국 장비 및 장비 내 안테나와 RF 필터 부품을 공급하는 업체다. 1H20 기준 매출 비중은 System 부문 (RRA/RRH 등) 1,164 억원 (57%), Filter 부문(MBF 등) 662 억원 (32%), Site Solution (안테나 등) 162 억원 (8%), LED 부문 59 억원 (3%) 이다.

미국의 5G 개화, 케이엠더블유 최대 수혜

잠정적으로 올해 12 월 말에 예정된 3.7GHz 대역 주파수 경매 이후 본격적인 북미 시장의 업황 턴어라운드를 예상한다. 이에 따라 삼성전자의 추가적인 네트워크 장비 수주 또한 예상되며 삼성전자를 통해 부품 및 시스템 장비를 납품하는 동사에 수혜가 있을 것으로 전망한다.

고정비 레버리지 감안, 이익 성장은 매출액 성장률을 상회할 것

따라서 매출이 본격적으로 증가하는 시점은 2021 년이 될 전망이다. 또한 동사의 고정비 Leverage 효과를 감안해 보면 추후 이익의 증가폭은 매출 증가를 상회할 것으로 전망된다. 동사의 작년 인건비 및 연구개발비는 각각 141 억원, 355 억원인데, 이는 판관비 전체의 61.2%이다. 신규 제품 개발에 대한 수요와, 인력 충원 등으로 일부 증가하겠으나, 매출의 증가폭에 비하면 미미한 수준으로 예상된다.

투자 의견 "매수" 목표주가 "129,000 원" 제시

동사에 대한 투자 의견 "매수" 및 목표주가 "129,000 원"을 제시한다. 2020 년 예상 매출액은 5,545 억원(YoY -18.8%), 영업이익 1,084 억원 (YoY -20.7%, OPM 19.6%)로 국내 5G 투자 사이클 호황이었던 작년에 비해 소폭 역성장이 예상되나, 글로벌 시장 본격 개화 시기인 내년, 매출 성장과 이익 성장이 나타날 전망이다. 2021 년 예상 매출액은 1 조 1,935 억원 (115.2%), 영업이익 3,031 억원 (YoY +179.6%, OPM 25.4%)를 전망한다. 이에 따른 12M Fwd EPS 는 5,181 원이다.

Valuation Multiple 은 과거 국내 5G 사이클, 호황이었던 2019 년 기말 기준 Multiple 인 19.6x 에서 25% 할증한 25 배를 적용하였다. 이는 국내 투자 사이클보다 규모가 큰 글로벌 투자 사이클 호황이 본격 턴어라운드 하는 시점이기 때문이다. 현재 주가 대비 Upside 는 76.9%이다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	2,037	2,963	6,829	5,545	11,935
영업이익 (억원)	-30	-262	1,367	1,084	3,031
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	20.0	19.6	25.4
지배순이익 (억원)	-87	-313	1,027	871	2,460
PER (배)	-	-	19.8	33.4	11.8
PBR (배)	8.3	4.8	9.4	9.5	5.3
ROE (%)	-17.9	-45.5	67.8	33.4	57.5
EPS (원)	-263	-941	2,578	2,188	6,178

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

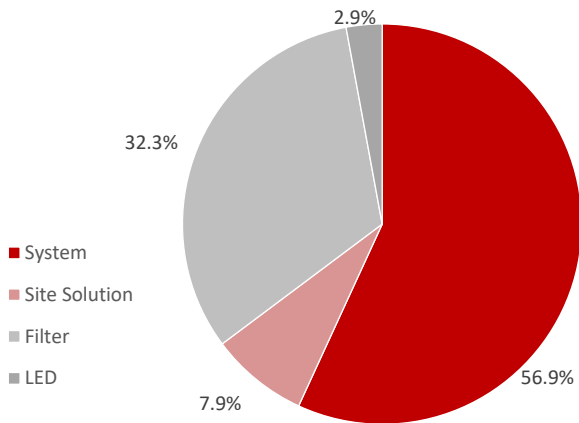
기업 개요 - 무선통신 기지국 장비 및 부품 전문 제조 업체

무선통신 기지국 장비 및 부품 전문 제조 업체

동사는 무선통신을 위한 기지국 장비 및 장비 내 안테나와 RF 필터 부품을 공급하는 업체다. 1H20 기준 매출 비중은 System 부문 (RRA/RRH 등) 1,164 억원 (57%), Filter 부문(MBF 등) 662 억원 (32%), Site Solution (안테나 등) 162 억원 (8%), LED 부문 59 억원 (3%) 이다.

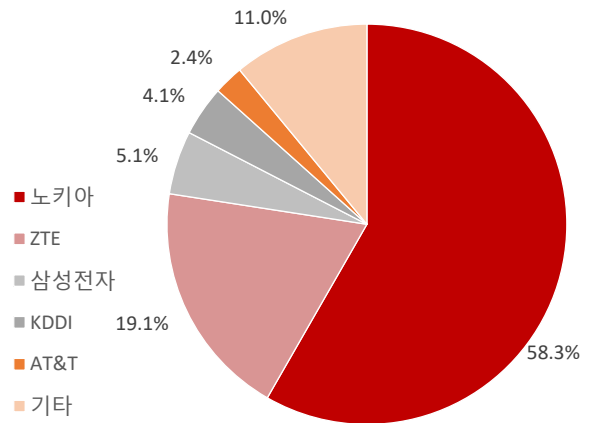
동기간 고객사별 매출 비중은 노키아 1,194 억원 (58%), ZTE 392 억원 (19%), 삼성전자 105 억원 (5%), KDDI 와 AT&T 각각 83 억원 (4%), 49 억원 (3%), 기타 225 억원 (11%)이다. 노키아向 매출액은 Massive MIMO 장비 등 대부분 System 매출로 파악되며, ZTE 向 매출은 대부분 Filter 매출로 파악된다.

그림 1. 2020 년 상반기 기준 부문별 매출액



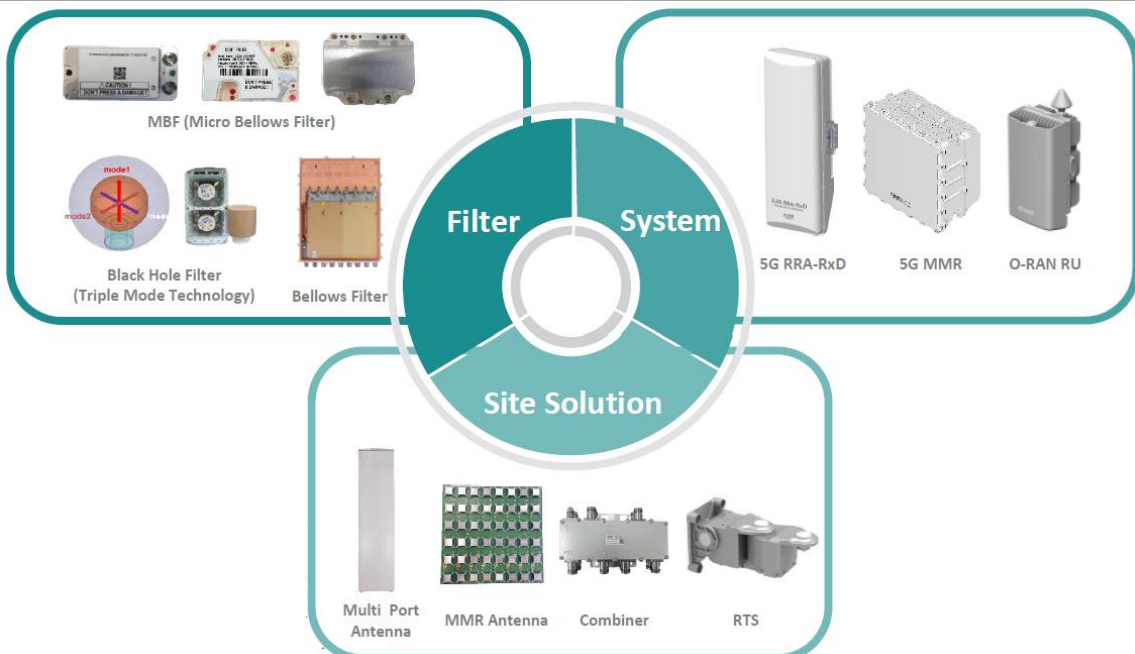
자료: 케이엠더블유, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 2020 년 상반기 기준 고객사별 매출액



자료: 케이엠더블유, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 분야별 주요 제품



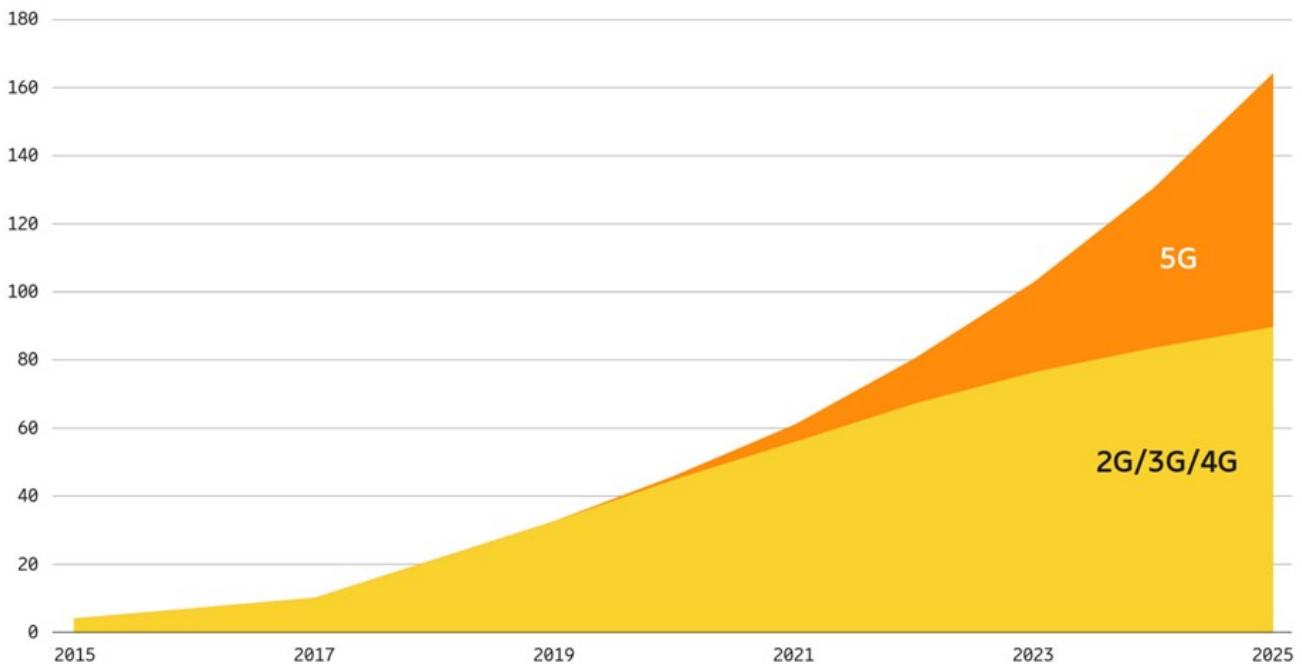
자료: 케이엠더블유, 리딩투자증권 리서치센터

코로나 19 가 촉발한 글로벌 트래픽 폭증

범 세계적 트래픽 급증
현상, 주로 영상 기반의
데이터 폭증

COVID-19 사태 이후 근무, 여가활동 등 우리 생활의 변화는 범세계적인 트래픽 폭증 사태를 만들었다. 화상회의, 재택근무, 스트리밍 콘텐츠 등은 영상 기반의 데이터 Traffic 증가를 초래했다. 일례로 COVID-19 발발 초기, 유튜브, 넷플릭스 등의 플랫폼에서 한달 간 스트리밍 영상 품질을 낮춰 제공하는 사례가 있었고, 국내의 경우 스펙이 대폭 강화된 신규 장비에 대한 이동통신사들의 요청이 이어지고 있는 것으로 파악되고 있다. 이는 트래픽 급증 현상을 현재의 통신 인프라가 감당하지 못하고 있으며, 따라서 글로벌 이동통신사들의 추가적인 인프라 투자가 필요한 상황임을 선사한다.

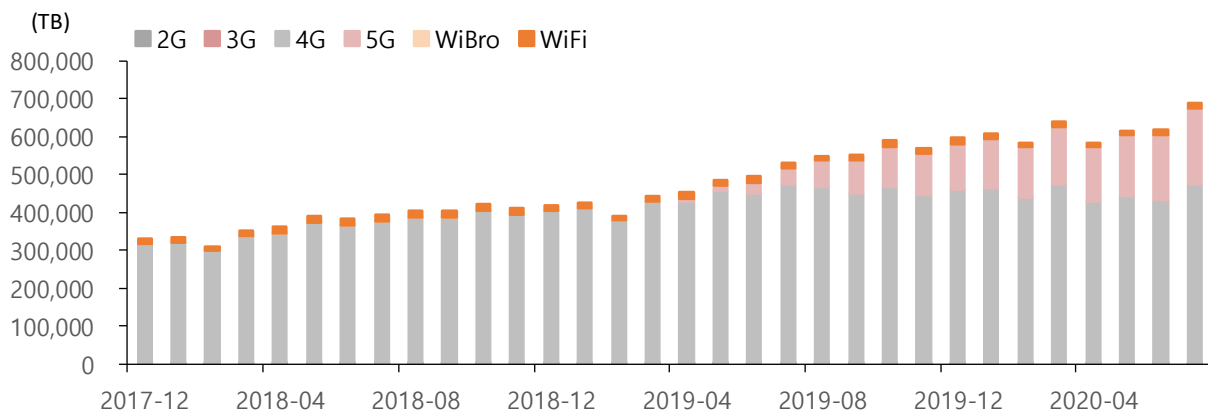
그림 4. 글로벌 모바일 데이터 트래픽 추이 및 전망



Note: This graph does not include traffic generated by fixed wireless access (FWA) services

자료: Ericsson, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 모바일 데이터 트래픽 추이 및 전망



자료: 과기부, 리딩투자증권 리서치센터

미국의 5G 개화, 케이엠더블유 최대 수혜

주파수 대역 경매 종료, 본격 투자 Cycle 시작

미국의 CBRS 주파수 대역 (3550MHz~3650MHz, 이하 Auction 105) 경매가 종료되고 경매 금액 감안 시 Verizon 은 약 30MHz 대역의 주파수를 확보한 것으로 파악된다. 이에 이어서 9 월 7 일 삼성전자는 7.9 조원 규모의 미국 1 위 통신사 Verizon 向 무선통신 솔루션 공급계약 (2020/06/30 ~2025/12/31)을 공시했다. 현재 이에 대한 네트워크 장비 Spec 확정 및 벤더 선정 중인 것으로 파악된다.

북미 5G 시장 개화 및 삼성전자의 MS 확대는 긍정적인 업황 턴어라운드 시그널이다. 시스템 부문에서 동사의 과거 Reference (노키아/삼성전자 등 Massive MIMO 장비 공동개발, 일본 Rakuten 장비 수주 등) 및 안테나/필터 등 부품 공급 이력을 보면 2021 년부터 이에 따른 최대 수혜가 예상된다.

신규업체 진입, Open-RAN 방식 선호할 것, 케이엠더블유 수혜

또한 T-Mobile 과 Sprint 합병 이후 '디시네트워크'의 신규 시장 진입 또한 동사에는 긍정적 요인이다. 신규 사업자의 경우 4G 망 구축부터 신규 Capex 투자를 진행해야 하기 때문에 Capex 를 절감할 수 있는 Open-RAN 방식을 선호하게 되는데, 현재 일본의 신규 사업자인 Rakuten 에 Open-RAN 장비를 공급중인 동사도 디시네트워크의 통신장비 벤더로 선정될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

잠정적으로 올해 12 월 말에 예정된 3.7GHz 대역 주파수 경매 이후 본격적인 북미 시장의 업황 턴어라운드를 예상한다. 이에 따라 삼성전자의 추가적인 네트워크 장비 수주 또한 예상되며 삼성전자를 통해 부품 및 시스템 장비를 납품하는 동사에 수혜가 있을 것으로 전망한다.

고정비 레버리지 감안, 이익 성장은 매출액 성장률을 상회할 것

주파수 경매 종료 이후 미국시장 본격 개화, 글로벌로 확산 전망

올해 COVID-19 사태로 인한 글로벌 이동통신사 Capex 지연으로 일시적인 업황 부진이 있었으나, 3.5GHz 대역 주파수 경매가 완료되었고, 연말 3.7GHz 대역에 대한 주파수 경매까지 완료되면 북미 시장이 본격적으로 개화 되며, 이는 글로벌 5G 투자에 대한 자극제로 작용할 전망이다.

2021 년 본격 매출 성장, 이익 성장은 매출 성장 상회 예상

따라서 매출이 본격적으로 증가하는 시점은 2021 년이 될 전망이다. 또한 동사의 고정비 Leverage 효과를 감안해 보면 추후 이익의 증가폭은 매출 증가를 상회할 것으로 전망된다. 동사의 작년 인건비 및 연구개발비는 각각 141 억원, 355 억원인데, 이는 판관비 전체의 61.2%이다. 신규 제품 개발에 대한 수요와, 인력 충원 등으로 일부 증가하겠으나, 매출의 증가폭에 비하면 미미한 수준으로 예상된다.

투자의견 “매수” 목표주가 “129,000 원” 제시

동사에 대한 투자의견 “매수” 및 목표주가 “129,000 원”을 제시한다. 2020 년 예상 매출액은 5,545 억원(YoY -18.8%), 영업이익 1,084 억원 (YoY -20.7%, OPM 19.6%)로 국내 5G 투자 사이클 호황이었던 작년에 비해 소폭 역성장이 예상되나, 글로벌 시장 본격 개화 시기인 내년, 매출 성장과 이익 성장이 나타날 전망이다. 2021 년 예상 매출액은 1 조 1,935 억원 (115.2%), 영업이익 3,031 억원 (YoY +179.6%, OPM 25.4%)를 전망한다. 이에 따른 12M Fwd EPS 는 5,181 원이다.

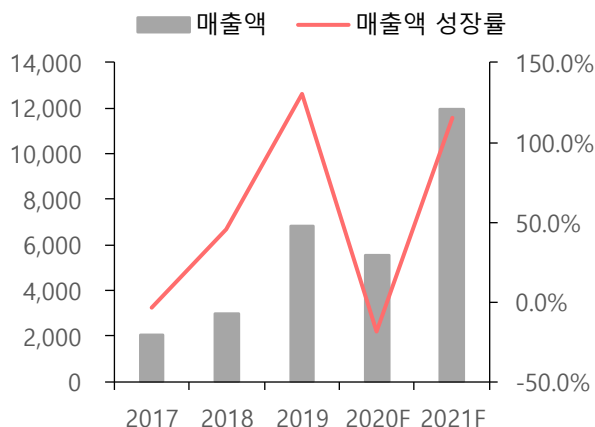
Valuation Multiple 은 과거 국내 5G 사이클, 호황이었던 2019 년 기말 기준 Multiple 인 19.6x 에서 25% 할증한 25 배를 적용하였다. 이는 국내 투자 사이클보다 규모가 큰 글로벌 투자 사이클 호황이 본격 터어라운드 하는 시점이기 때문이다. 현재 주가 대비 Upside 는 76.9%이다.

표 1. 분기별 실적 추정치

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,182	2,123	2,650	873	775	1,272	1,268	2,230	2,353	3,053	2,966	3,563	2,963	6,829	5,545	11,935
RF부문	1,125	2,083	2,586	833	744	1,244	1,238	2,198	2,318	3,016	2,933	3,529	2,667	6,627	5,424	11,797
RRH류	415	1,322	2,067	422	516	648	647	1,761	1,812	2,355	2,231	2,783	407	4,226	3,572	9,181
수출	415	1,322	2,067	422	516	644	639	1,747	1,792	2,333	2,211	2,762	407	4,226	3,546	9,099
내수	0	0	0	0	0	4	7	15	19	21	20	21	0	0	26	82
안테나류	379	184	150	122	52	111	119	134	141	241	240	302	851	835	415	924
수출	336	130	112	121	51	101	102	121	129	219	221	285	742	699	376	854
내수	43	54	38	1	0	10	17	13	12	22	19	17	109	135	39	70
필터류	331	577	369	290	176	486	472	303	365	421	462	444	1,409	1,567	1,436	1,692
수출	317	503	344	227	165	452	435	240	337	387	410	396	1,298	1,390	1,291	1,530
내수	14	74	25	63	11	34	37	63	28	34	52	48	111	176	145	162
LED부문	58	40	64	40	32	28	30	33	35	36	33	34	296	201	122	138
수출	42	36	76	10	29	20	14	14	31	28	27	25	239	164	77	111
내수	16	5	-13	29	3	8	15	18	4	8	6	9	57	37	44	27
매출원가	758	1,386	1,856	651	554	887	884	1,407	1,571	2,023	1,924	2,349	2,360	4,651	3,732	7,867
매출총이익	425	738	794	222	221	386	383	824	783	1,029	1,042	1,214	602	2,178	1,813	4,068
판매비	177	182	216	236	155	165	157	252	228	252	249	308	865	811	729	1,037
영업이익	248	555	578	-14	66	220	226	572	555	777	793	907	-262	1,367	1,084	3,031
기타손익	9	-25	28	-85	86	-34	-1	-62	-28	-15	-53	-32	-35	-73	-11	-128
세전이익	257	531	606	-99	152	186	226	510	527	762	740	875	-298	1,294	1,073	2,903
당기순이익	214	432	511	-130	130	119	191	431	452	654	621	734	-313	1,027	871	2,460

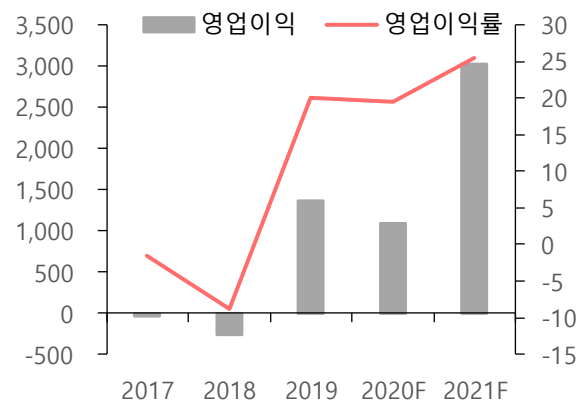
자료: 케이엠더블유, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출액 및 성장률 추이



자료: 케이엠더블유, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 케이엠더블유, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	2,134	2,735	4,270	5,611	8,979
유동자산	1,238	1,731	3,133	4,141	6,626
현금및현금성자산	225	536	496	1,609	2,575
단기금융자산	3	5	5	6	9
매출채권및기타채권	454	634	1,869	1,864	2,982
재고자산	533	523	736	610	976
비유동자산	895	1,004	1,137	1,470	2,353
장기금융자산	7	8	9	11	17
관계기업등투자자산	51	44	70	86	137
유형자산	737	880	977	1,265	2,024
무형자산	40	31	35	50	80
부채총계	1,621	1,873	2,103	2,556	3,481
유동부채	1,408	1,630	1,792	2,078	3,325
단기차입부채	662	849	901	953	1,526
기타단기금융부채	0	59	0	0	0
매입채무및기타채무	605	661	700	961	1,538
비유동부채	213	243	310	478	156
장기차입부채	79	11	88	383	613
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	513	862	2,168	3,055	5,498
지배주주지분*	513	862	2,168	3,055	5,498
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	-79	-374	-37	1,184	1,244
당기순이익	-87	-313	1,027	871	2,460
현금유입(유출)이없는수익	243	236	578	377	720
자산상각비	100	96	89	134	197
영업자산부채변동	-166	-241	-1,486	253	-1,428
매출채권및기타채권감	-173	-158	-1,282	-12	-1,119
재고자산감소(증가)	-127	9	-231	110	-366
매입채무및기타채무증	41	23	28	250	577
투자활동현금흐름	-5	-219	-178	-425	-1,038
투자활동현금유입액	70	5	38	13	0
유형자산	66	5	37	13	0
무형자산	3	0	0	0	0
투자활동현금유출액	74	224	216	438	1,038
유형자산	59	209	180	404	942
무형자산	13	9	17	20	44
재무활동현금흐름	72	901	175	323	784
재무활동현금유입액	995	1,246	881	581	815
단기차입부채	580	255	335	284	572
장기차입부채	328	360	513	297	230
재무활동현금유출액	923	346	706	258	31
단기차입부채	0	190	518	240	0
장기차입부채	921	152	101	7	0
기타현금흐름	0	0	0	-11	-24
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	3	-2	42	0
현금변동	-16	311	-42	1,114	966
기초현금	242	227	538	496	1,609
기말현금	227	538	496	1,609	2,575

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,037	2,963	6,829	5,545	11,935
매출원가	1,426	2,360	4,651	3,732	7,867
매출총이익	611	602	2,178	1,813	4,068
판매비와관리비	642	865	811	729	1,037
영업이익	-30	-262	1,367	1,084	3,031
EBITDA	69	-166	1,456	1,218	3,228
비영업손익	-45	-35	-73	-11	-128
이자수익	1	3	6	4	4
이자비용	57	64	57	63	69
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-26	37	-24	33	-24
관계기업등관련손익	1	1	11	4	9
기타비영업손익	35	-13	-9	11	-48
세전계속사업이익	-76	-298	1,294	1,073	2,903
법인세비용	11	15	268	201	443
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	-87	-313	1,027	871	2,460
지배주주순이익*	-87	-313	1,027	871	2,460
비지배주주순이익	0	0	0	-0	0
기타포괄손익	-50	11	18	16	-18
총포괄손익	-136	-302	1,044	887	2,442

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	-263	-941	2,578	2,188	6,178
BPS*	1,553	2,593	5,444	7,672	13,806
CFPS	-238	-1,123	-92	2,974	3,123
SPS	6,166	8,910	17,149	13,926	29,972
EBITDAPS	210	-499	3,656	3,059	8,107
DPS (보통, 현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	-	-	19.8	33.4	11.8
PBR*	8.3	4.8	9.4	9.5	5.3
PCFR	-	-	-	24.6	23.4
PSR	2.1	1.4	3.0	5.3	2.4
EV/EBITDA	68.4	-	14.3	23.9	9.0
재무비율					
매출액증가율	-3.2	45.4	130.5	-18.8	115.2
영업이익증가율	적지	적지	흑전	-20.7	179.6
지배주주순이익증가율*	적전	적지	흑전	-15.1	182.3
매출총이익률	30.0	20.3	31.9	32.7	34.1
영업이익률	-1.5	-8.9	20.0	19.6	25.4
EBITDA이익률	3.4	-5.6	21.3	22.0	27.1
지배주주순이익률*	-4.3	-10.6	15.0	15.7	20.6
ROA	-1.4	-10.8	39.0	21.9	41.6
ROE	-17.9	-45.5	67.8	33.4	57.5
ROIC	-3.5	-25.8	57.6	33.5	67.8
부채비율	315.9	217.2	97.0	83.6	63.3
차입금비율	144.4	99.7	45.6	43.7	38.9
순차입금비율	100.0	37.0	22.5	-9.1	-8.1

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

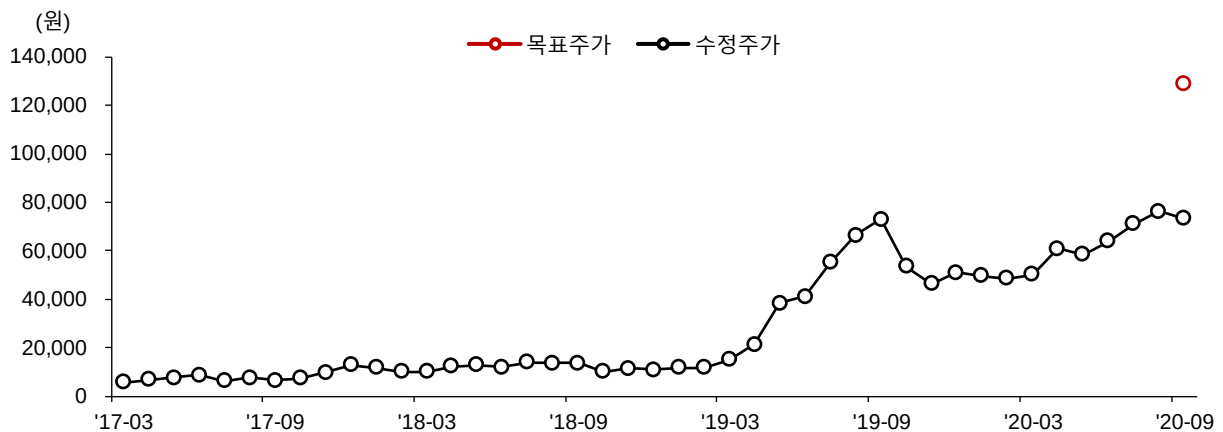
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

케이엠더블유(032500)

일자	2020-9-28
투자의견	BUY(신규)
목표주가	120,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	-18.2%
최고(최저)주가대비	-0.5%

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

©. 2020 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved