2019년 11월 5일

케이엠더블유 (032500)

기업분석 | 전기전자

기억해야 할 3가지

Analyst
이왕진
02 3779 8832
Wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	65,000 원
현재주가	49,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (11/4)		668.45 pt
시가총액		19,643 억원
발행주식수		39,803 천주
52 주 최고가/최저가		77,700 / 9,775 원
90 일 일평균거래대금		768.11 억원
외국인 지분율		13.1%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		5,842 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-38.8%
	6 개월	125.7%
	12 개월	348.7%
주주구성	(주)경동원외 2 인	35.6%
	미래에셋자산운용 (외 3 인)	7.8%
	국민연금 (외 1 인)	6.2%

Stock Price

3Q19 Review: CR + lump sum discount

케이엠더블유의 3Q19 매출액은 2,650억원(YoY +206%, QoQ +24.8%), 영업이익 578억원(YoY 흑전, QoQ +4.0% / OPM 21.8%)을 기록하며 시장 컨센서스(매출액 2,440억원, 영업이익 640억원)를 하회하였다. 하회 주요 요인으로는 1) 국내 S사향 매출 감소(qoq -48%), 2) 노키아향 CR (qoq -4% 추정), 3) 노키아향 MMR 증가(qoq +60.6%)에 따른 lump sum discount(qoq -1% 추정) 등으로 추정된다.

떨어지는 칼날, 기억해야 할 3가지

동사의 주가는 현재 떨어지는 칼날같이 날카롭고, 가파르게 상승한 만큼 악재에 민감하다. 노키아 실적발표 때 CEO의 부정적 커멘트 직후 -15.5%, 동사 실적발표 당일 -13.7% 하락하며 2주간 고점대비 -38.4% 하락한 상황이다. 동사의 4Q19E 컨센서스(wisefn 기준)가 OP 601억원인 점을 고려한다면, 추가적인 하락(당사 추정 OP 295억원)도 발생 가능한 이벤트이다.

하지만 당사는 케이엠더블유에 대해 3가지를 기억하기를 권고한다: 1) 내년 중국의 기지국 구축 계획은 올해 대비 3.8배 더 많다, 2) 내년 상반기, 일본의 기지국 구축이 시작된다, 3) 4G대비 5G 기지국이 더 많이 필요하며, 구축한 수보다 구축해야 할 수가 더 많다. 이러한 3가지를 고려해 보았을 때, 내년 실적은 올해 대비 증가할 수 밖에 없는 그림이 분명하다. 실적 피크에 따른 우려는 사실상 확률이 낮은 경우의 수다.

천천히 하지만 꾸준히

업계 특성상 동일 제품에 대한 CR 기조는 유지될 것이며, 4분기는 2,3분기 대비 슬로우할 것으로 전망되는 와중 단기적 호재도출은 어려워 보인다. 하지만 상당히 가시적인 내년 그림이 기다리고 있음을 기억해야 한다. 투자의견 매수를 유지하며 분할 매수를 권고한다.

Financial Data

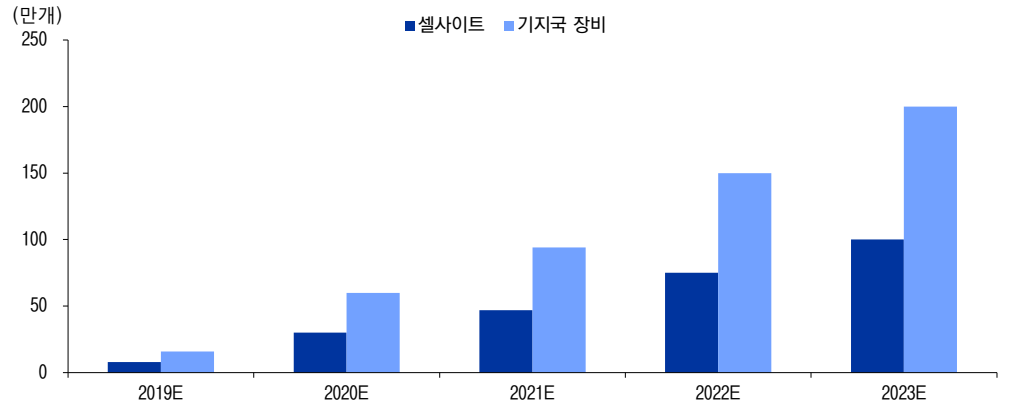
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	204	296	759	1,161	1,301
영업이익	-3	-26	168	221	247
세전계속사업손익	-8	-30	164	220	247
순이익	-9	-31	131	172	192
EPS (원)	-268	-918	3,487	4,572	5,122
증감률 (%)	n/a	적지	흑전	31.1	12.0
PER (x)	-47.5	-12.0	14.2	10.8	9.6
PBR (x)	8.3	4.8	8.4	4.7	3.2
EV/EBITDA (x)	68.4	-27.3	10.5	8.0	6.9
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	22.1	19.0	19.0
EBITDA 마진 (%)	3.4	-5.6	24.4	20.7	20.2
ROE (%)	-17.9	-45.5	85.5	56.1	39.4
부채비율 (%)	315.9	217.2	101.1	81.4	55.2

주: IFRS 연결 기준
자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

내년 중국의 기지국 구축 계획은 올해 대비 3.8배 더 많다.

CCIB에서 발표한 올해 중국의 기지국 구축 계획은 8만 사이트, 내년 기지국 구축 계획은 30만 사이트다. 동사의 ZTE향 654억 MBF매출을 역산할 시, 64TR 기준 7~8만 사이트 분인 것을 추정할 수 있다. 즉, 중국이 기존 계획대로 기지국을 구축하고 있다는 점을 추정할 수 있다. 이를 고려하였을 때, 내년 중국의 기지국 구축계획은 매크로적인 큰 이슈가 있지 않은 이상, 기존 계획에서 크게 벗어나지 않을 것으로 전망되며, 이에 따른 동사의 ZTE향 매출은 최소 3배 증가할 것으로 전망된다. 더하여 ZTE향 MMR매출 역시 발생될 수 있는 그림 중 하나인 점은 상당한 +a이다.

그림1 중국 셀사이트&기지국 장비 구축 계획



자료: ccib, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 중국 內 셀사이트 추이에 따른 KMW 필터 매출 시뮬레이션

	2019E	2020E	2021E
셀사이트(사이트)	70,000	250,000	470,000
기지국 장비(개)	147,000	525,000	987,000
필터(개)	9,408,000	33,600,000	63,168,000
ZTE(개)	3,292,800	11,760,000	22,108,800
KMW(개)	2,634,240	9,408,000	17,687,040
MBF 매출(억원)	658.56	2,116.80	3,581.63

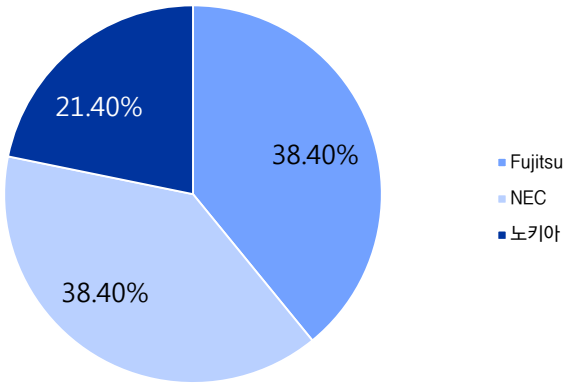
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
* 연도별 CR 10% 가정
* 각 사 점유율 2018년 유지 가정

내년 상반기 일본의 기지국 구축이 시작된다.

도쿄올림픽 상용화를 앞두고 내년 일본의 기지국 구축이 본격적으로 시작될 전망이다. 4G 기준 일본의 기지국 개수는 국내 대비 2.5배 수준인 것을 감안한다면 상당한 규모의 투자가 기대된다. 동사가 일본 기지국 구축에 따라 기대되는 점은 크게 3가지이다. 1) Fujitsu향 MMR 납품, 2) 일본향 노키아 MMR 동사가 납품, 3) 라쿠텐향 MBF매출.

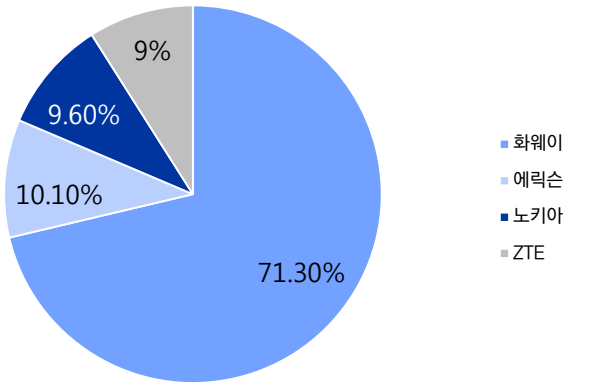
Fujitsu와 동사는 기지국 장비 공동개발을 진행 중에 있다. 과거 노키아와 매우 비슷한 그림으로 그려지는 추세이기 때문에 Fujitsu향 장비 납품은 실현 가능성이 높다 판단된다. 참고로 Fujitsu는 일본 內 1위 통신사 NTT Docomo의 M/S 1위 SI이다. 라쿠텐향 MBF 매출은 이미 상당히 가시화 된 부분이다. 내년 1~2분기 내에 매출 인식 가능성이 높아 보인다. 마지막 노키아향 MMR은 proposal단계이다. 특별한 퀄 테스트가 진행되고 있는 수준은 아닌 것으로 파악되어 아직까지는 그림수준이다. 하지만 인수합병을 통한 전반적인 시너지가 구축되지 않은 가운데, 케이엠더블유의 장비는 CR을 통해 저렴해지고 있는 추세여서 추가적인 R&D 비용없이 안정적 납품에 대한 니즈는 불가능한 이벤트는 아니란 판단이다.

그림2 NTT Docomo 內 M/S



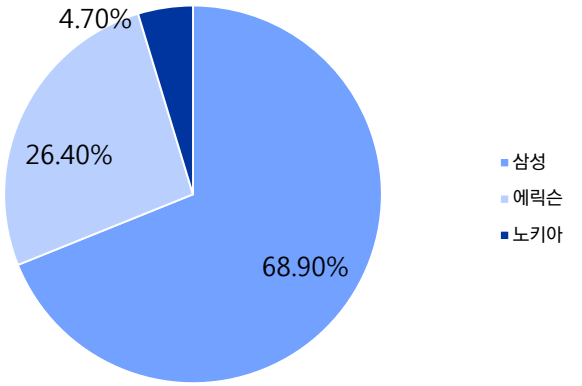
자료: 총무성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 소프트뱅크 內 M/S



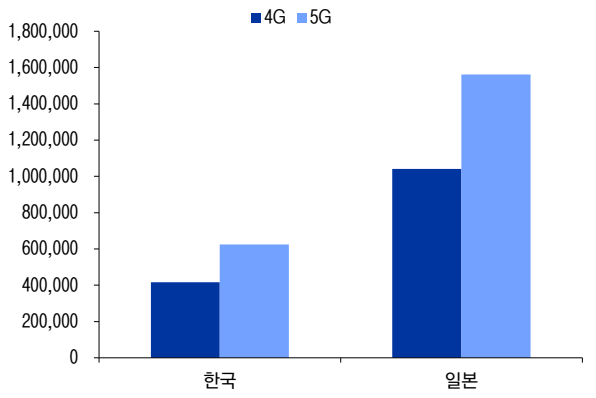
자료: 총무성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 KDDI 內 M/S



자료: 총무성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 일본 기지국 국내 대비 2.5배



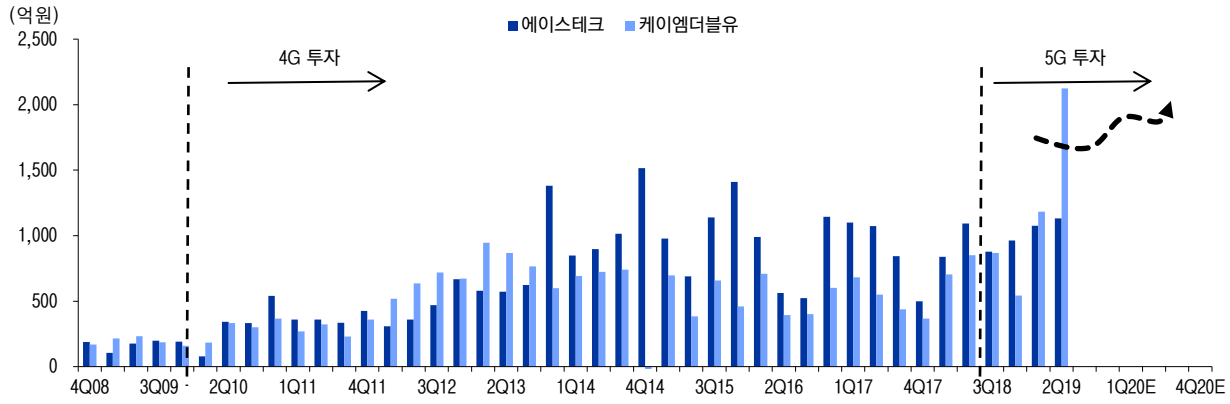
자료: 총무성, 이베스트투자증권 리서치센터

4G대비 5G 기지국이 더 많이 필요하며, 구축한 수보다 구축해야 할 수가 더 많다.

4G기준 통신 장비는 구축 시작 후 약 3년 간 수량기준 매년 비슷한 수준에서 진행되었다. 통신 3사의 기지국 장비 구축 계획은 약 70만으로 4G대비 68% 가량 많다. 4G 기준 노키아의 기지국 장비 M/S는 26%로 대수로 환산 시 약 10.7만개이다. 통신 3사가 만약 기존 계획대로 70만개의 기지국 장비를 구축할 시 노키아 기지국 장비 수는 약 18만개 수준이며, 보수적 가정으로 4G대비 약 1.5배 증가 가정하여도 16만개 수준이다. 3분기 기준 케이엠더블유가 노키아에게 납품한 MMR 장비 대수는 약 4.3만대 수준으로 11.7만~13.7만대의 추가적인 구축이 이루어져야 한다. 이를 3년간 구축한다 가정 시 남은 9분기 동안 분기당 평균 1.3 ~ 1.5만개의 기지국 장비 구축이 이루어져야 하는 상황이다.

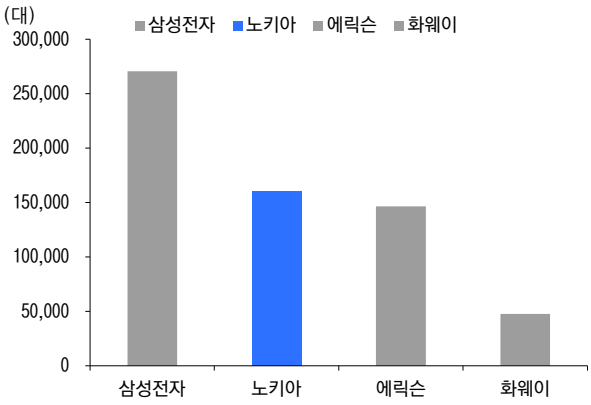
즉 결론적으로 통신3사가 구축 스케줄을 3년 이상 연장시키지 않는 이상, 올해 수준의 기지국 장비 구축은 내년 내후년에도 지속된다. 따라서 국내 노키아향 기지국 장비 매출은 분기 CR을 제외 시 동일한 수준에 머물 것이며, 분기 CR 가정 시에도 10% 미만의 변동폭을 보여줄 것이다.

그림6 통상 기지국 장비 부품 업체는 Generation 구축 후 해외 투자 겹치며 3년간 우상향



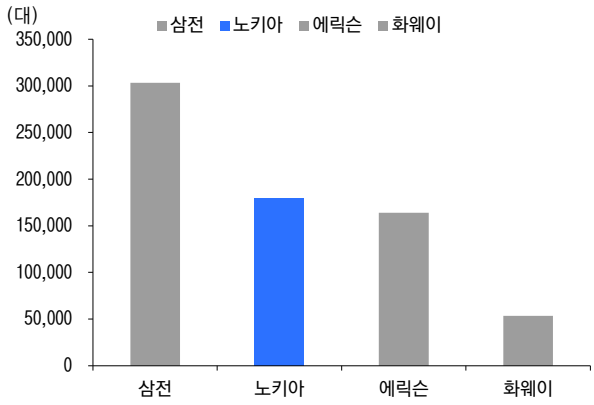
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 Base case



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 Bull case



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실적추정

분기 CR은 lump sum discount가 제외된 qoq -3% 수준을 적용, MMR 납품 개수는 약 17,000대 수준을 가정하였다. 기가레인, 알에프텍 등 경쟁사 진입으로 국내 S사향 물량을 감소 가정하였으며, ZTE향 MBF 수주는 4분기 11월이 지나고 있는 바, 매출 인식이 이연된다 가정하였다.

내년 실적은 중국 기지국 구축 30만 사이트로 가정, 2분기부터 일본 NTT Docomo향 RRH 매출이 시작되는 것으로 가정하였다. 수량은 총무성 자료에 따라 5년간 균등하게 배분, KMW의 NTT Docomo 內 점유율은 약 50%로 가정하여 산출하였다. 중국 MMR 납품과, NTT Docomo향 M/S 증가에 따라 매출 업사이드는 가능하다는 판단이다.

표2 실적 추이 및 전망

(단위:억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	**1,182**	**2,123**	**2,650**	**1,637**	**1,973**	**3,283**	**3,213**	**3,141**	**2,963**	**7,590**	**11,610**
YoY	68%	150%	206%	202%	67%	55%	21%	92%	45%	157%	53%
부분별											
RRH	415	1,322	2,018	1,386	1,167	2,518	2,409	2,365	407	5,121	8,459
안테나&필터	710	761	576	201	742	742	742	742	2,260	2,248	2,968
LED	58	35	74	45	45	43	48	48	296	212	184
YoY											
RRH	1970%	1776%	676%	2367%	186%	-13%	-45%	-22%	52%	1164%	-12%
안테나&필터	16%	8%	-24%	-48%	4%	-2%	29%	269%	55%	-1%	32%
LED	-21%	-47%	38%	-50%	-22%	7%	-25%	-4%	-6.50%	-10%	-10%
% of Sales											
RRH	35%	62%	76%	85%	59%	77%	75%	75%	14%	68%	73%
안테나&필터	60%	36%	22%	12%	38%	23%	23%	24%	76%	30%	26%
LED	5%	2%	3%	3%	2%	1%	1%	2%	10%	3%	2%
영업이익	**248**	**555**	**578**	**295**	**375**	**624**	**611**	**597**	**-262**	**1,676**	**2,206**
OPM	21%	26%	22%	18%	19%	19%	19%	19%	적지	22%	19%
YoY	798%	-855%	-8808%	-241%	51%	12%	6%	102%	적지	흑전	32%

자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

KMW (032500)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	124	173	308	512	630
현금 및 현금성자산	22	54	86	99	212
매출채권 및 기타채권	45	63	126	242	245
재고자산	53	52	81	155	157
기타유동자산	3	4	14	15	16
비유동자산	90	100	134	198	276
관계기업투자등	6	5	5	5	6
유형자산	74	88	121	184	261
무형자산	4	3	3	4	4
자산총계	**213**	**273**	**442**	**710**	**906**
유동부채	141	163	196	291	294
매입채무 및 기타재무	54	58	104	199	201
단기금융부채	66	91	73	73	73
기타유동부채	21	14	19	19	20
비유동부채	21	24	26	27	28
장기금융부채	8	1	1	1	1
기타비유동부채	13	23	25	26	27
부채총계	**162**	**187**	**222**	**319**	**322**
지배주주지분	51	86	220	391	583
자본금	8	9	9	9	9
자본잉여금	59	117	119	119	119
이익잉여금	-10	-41	93	264	456
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**51**	**86**	**220**	**391**	**583**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**204**	**296**	**759**	**1,161**	**1,301**
매출원가	143	236	516	824	924
매출총이익	**61**	**60**	**243**	**337**	**377**
판매비 및 관리비	64	86	75	116	130
영업이익	**-3**	**-26**	**168**	**221**	**247**
(EBITDA)	7	-17	186	240	263
금융손익	-8	-2	-5	-5	-5
이자비용	6	6	6	6	6
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	3	0	1	4	4
세전계속사업이익	**-8**	**-30**	**164**	**220**	**247**
계속사업법인세비용	1	2	33	49	55
계속사업이익	-9	-31	131	172	192
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-9**	**-31**	**131**	**172**	**192**
지배주주	-9	-31	131	172	192
총포괄이익	**-14**	**-30**	**131**	**172**	**192**
매출총이익률 (%)	30.0	20.3	32.0	29.0	29.0
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	22.1	19.0	19.0
EBITDA마진률 (%)	3.4	-5.6	24.4	20.7	20.2
당기순이익률 (%)	-4.3	-10.6	17.2	14.8	14.8
ROA (%)	-4.1	-12.9	36.6	29.8	23.8
ROE (%)	-17.9	-45.5	85.5	56.1	39.4
ROIC (%)	-2.2	-17.6	86.0	63.3	49.4

현금흐름표

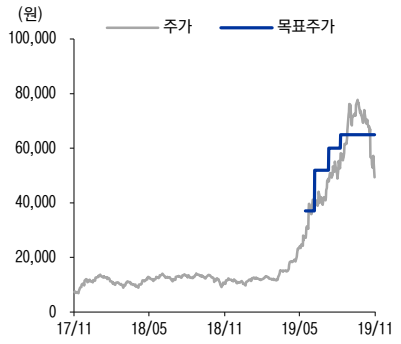
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-8**	**-37**	**106**	**96**	**207**
당기순이익(손실)	-9	-31	131	172	192
비현금수익비용가감	24	24	24	20	16
유형자산감가상각비	9	9	17	19	15
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	0	-3	6	0	0
영업활동 자산부채변동	-17	-24	-47	-95	-2
매출채권 감소(증가)	-17	-16	-62	-116	-3
재고자산 감소(증가)	-13	1	-31	-74	-2
매입채무 증가(감소)	5	3	44	95	2
기타자산, 부채변동	9	-12	2	1	1
투자활동 현금	**0**	**-22**	**-59**	**-84**	**-93**
유형자산처분(취득)	1	-20	-47	-82	-92
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-10	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	**7**	**90**	**-15**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-1	27	-18	0	0
자본의 증가(감소)	8	54	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	1	9	0	0	0
현금의 증가	**-2**	**31**	**32**	**13**	**113**
기초현금	24	23	54	86	99
기말현금	23	54	86	99	212

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	-47.5	-12.0	14.2	10.8	9.6
P/B	8.3	4.8	8.4	4.7	3.2
EV/EBITDA	68.4	-27.3	10.5	8.0	6.9
P/CF	27.2	72.7	12.0	9.7	8.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-3.2	45.4	156.3	52.9	12.0
영업이익	적지	적지	흑전	31.6	12.0
세전이익	적지	적지	흑전	34.5	12.0
당기순이익	적전	적지	흑전	31.1	12.0
EPS	적전	적지	흑전	31.1	12.0
안정성 (%)					
부채비율	315.9	217.2	101.1	81.4	55.2
유동비율	88.0	106.2	157.3	175.5	213.9
순차입금/자기자본(x)	100.0	43.8	-10.2	-9.2	-25.6
영업이익/금융비용(x)	-0.5	-4.1	29.2	39.6	44.3
총차입금 (십억원)	74	92	74	74	74
순차입금 (십억원)	51	38	-22	-36	-150
주당지표(원)					
EPS	-268	-918	3,487	4,572	5,122
BPS	1,540	2,292	5,842	10,402	15,510
CFPS	467	n/a	4,118	5,078	5,535
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

케이엠더블유 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.05.20	변경	이왕진			
2019.05.20	Buy	37,000	11.4		-5.9
2019.06.11	Buy	52,000	-6.0		-19.4
2019.07.16	Buy	60,000	-7.7		-14.3
2019.08.14	Buy	65,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이왕진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.6% 5.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2018. 10. 1 ~ 2019. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)