



기업분석 | 가전/전기전자

Analyst
이왕진

02 3779 8832

Wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	87,000 원
현재주가	72,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (10/21)	830.67 pt
시가총액	28,910 억원
발행주식수	39,821 천주
52 주 최고가/최저가	86,600 / 41,550 원
90 일 일평균거래대금	894.63 억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	6,816 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -2.5%
	6개월 -18.0%
	12개월 18.1%
주주구성	김덕용 (외 2인) 35.5%
	케이엠더블유우리사주 (외 1인) 1.4%

Stock Price



케이엠더블유 (032500)

올해 장사 끝

3Q20 Preview: 컨센 미스

동사의 3Q20 예상 매출액은 1,202억원(yoy -54.7%, qoq -5.5%), 영업이익 188억원(yoy -67.4%, qoq -14.5%)로 컨센서스 매출액 1,561억원, 영업이익 270억원을 크게 하회할 것으로 전망된다. 실적 하회의 주요 원인으로는 국내 MMR장비 구축계획이 사실상 올스탑되며 동사의 노키아향 MMR 장비 납품 수량이 크게 감소한 데 기인한다.

2Q21까지 폭발적 성장은 기대하기 힘들다

동사의 2020 연간 실적 추정을 기준 7,750억원, 영업이익 1,469억원에서 매출액 4,601억원(yoy -32.7%), 영업이익 720억원(yoy -47.3%/OPM 15.6%)으로 대폭 하향한다. 참고로 현재 2020년 컨센서스는 매출액 6,635억원, 영업이익 1,187억원이다. 하향의 가장 큰 원인은 국내 MMR장비다. 2Q20까지만 해도 상반기 부진하였던 국내 MMR(노키아: 13,700대)장비를 하반기 회복한다는 시나리오였지만(노키아: 연간 40,000대 이상), 3Q20내내 구체적인 셀 플랜아웃이 진행되지 않았다. 따라서 현재로써는 리드타임 고려 시 올해 노키아 장비가 16,000대 안팎에 머물 가능성이 크다(하반기 2~3천대).

연초 기대하였던 ZTE도 말썽이다. 작년 연말부터 ZTE향 forecast는 2,000억원 이상에서 1,400억원 → 1,000억원 수준으로 지속 하향되어 왔다. 물량은 두배 가까이 증가하였지만 연초 강한 CR여파가(-43% 추정) 지속되기 때문이다. 그나마 라쿠텐향 MBF+RRA가 3~4분기 반영되고, 후지쯔향 RRA 초도 물량이 시작되며 낙폭을 축소해 주겠지만 하반기 기대대비 아쉬운 건 사실이다.

하지만 현재 국내 통신장비(특히 삼성전자 벤더)사들의 모멘텀이 미국에 있는 만큼 아직 기대할 업사이드는 남아있다. 미국은 현재 CBRS 주파수경매를 7차까지 모두 진행하였고, 12월 초 C-Band 경매가 약 한달간 실행될 예정이다. C-band 주파수 경매가 끝나고 나면 내년 초부터 이미 선별된 부품사들 위주로 장비 및 부품 납품 협의가 시작될 것이다. 장비사들의 리드타임 고려 시 빠르면 1Q21말, 늦어도 2Q21에는 관련 발주가 나올 것으로 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	203.7	296.3	682.9	460.1	1,191.4
영업이익	-3.0	-26.2	136.7	72.0	298.3
세전계속사업손익	-7.6	-29.8	129.4	71.9	295.2
순이익	-8.7	-31.3	102.7	54.6	229.7
EPS (원)	-268	-918	2,658	1,372	5,768
증감률 (%)	적지	적지	흑전	-48.4	320.5
PER (x)	-47.5	-12.0	27.3	52.9	12.6
PBR (x)	8.3	4.8	13.3	10.7	5.8
EV/EBITDA (x)	68.4	-27.3	20.2	31.7	8.5
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	20.0	15.6	25.0
EBITDA 마진 (%)	3.4	-5.6	21.3	19.4	27.0
ROE (%)	-17.9	-45.5	67.8	22.4	59.5
부채비율 (%)	315.9	217.2	97.0	80.9	58.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 케이엠더블유, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 매수 유지, 목표주가 87,000원으로 하향

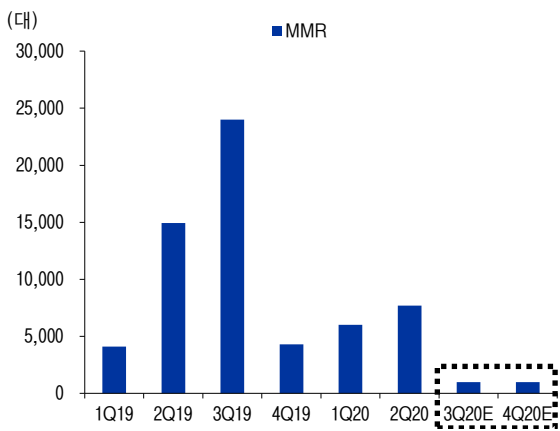
동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가를 87,000원으로 소폭 하향한다. 올해 추정을 크게 하향하였지만, 목표주가 산정 factor인 2021 EPS는 소폭 하향 적용하였고, 멀티플이 하향될 만큼의 모멘텀(미국향 장비납품) 훼손은 아직 없기 때문이다. 올해 연초부터 부품사들을 통해 확인된 삼성전자의 북미 M/S 확대 시나리오는 큰 문제가 없다. 여러 채널을 통해 확인한 결과 북미 내에서 과거 대비 M/S가 확대될 여지는 다분하다. 코로나로 인해 시기상으로 계속 딜레이 되는 점이 안타깝긴 하지만, C-band 주파수 경매가 지연되지 않는 이상 2Q21에는 기대했던 물량들이 시작될 가능성이 높다. 아직 한발 남았다.

표1 실적 추이 및 전망

(단위:억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	1,182	2,123	2,650	873	775	1,272	1,202	1,352	2,963	6,829	4,601
YoY	68%	150%	206%	61%	-34%	-40%	-55%	55%	0%	130%	-33%
부분별											
RRH	415	1,322	2,067	422	516	648	534	684	407	4,226	2,383
안테나&필터	710	761	519	411	227	596	640	640	2,260	2,401	2,103
LED	58	40	64	40	32	28	28	28	296	201	115
YoY											
RRH	1970%	1776%	695%	651%	22%	-51%	-96%	-80%	52%	939%	-42%
안테나&필터	16%	8%	-32%	7%	-68%	-22%	23%	55%	55%	6%	-17%
LED	-21%	-47%	38%	-61%	-52%	-31%	-56%	-30%	-6.50%	-10%	-10%
% of Sales											
RRH	35%	62%	78%	48%	67%	51%	44%	51%	14%	62%	52%
안테나&필터	60%	36%	20%	47%	29%	47%	53%	47%	76%	35%	46%
LED	5%	2%	2%	5%	4%	2%	2%	2%	10%	3%	3%
영업이익	248	555	578	-14	66	220	188	245	-262	1,367	720
OPM	21%	26%	22%	-2%	8%	17%	16%	18%	적지	20%	16%
YoY	798%	흑전	흑전	적지	-74%	-60%	-67%	흑전	적지	흑전	-47%

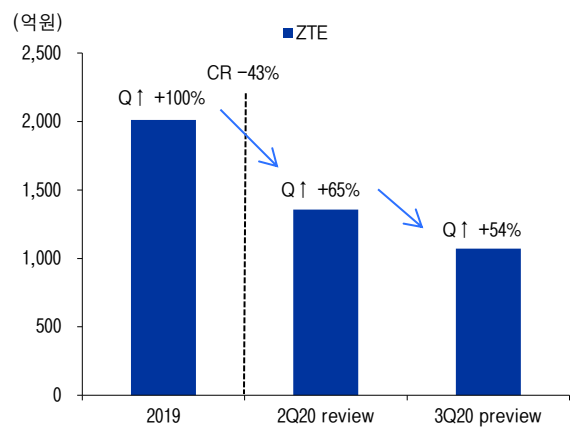
자료: KMW, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 노키아향 MMR 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 ZTE 향 매출 톤 변화



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 3Q20 Preview

(억원)	3Q20E	2Q20	3Q19	% change	
				QoQ	YoY
매출액	120	127	265	-6%	-55%
영업이익	19	22	58	-14%	-67%
세전사업계속이익	16	19	61	-13%	-73%
순이익	12	12	51	0%	-77%
이익률(%)					
영업이익	15.7%	17.3%	21.8%	-2%	-6%
세전사업계속이익	13.5%	14.6%	22.9%	-1%	-9%
순이익	9.9%	9.4%	19.3%	1%	-9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 추정 변경

(억원)	변경전		변경후		% change	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	775	1,223	460	1,191	-41%	-2.6%
영업이익	147	307	72	298	-51%	-2.8%
세전이익	151	304	72	295	-52%	-2.9%
순이익	113	237	55	230	-52%	-3.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 목표주가 산출

항목	비고
① 당기순이익(십억원)	230 2021E
② 발행주식수(천주)	39,821
③ EPS(원)	5,768 ① / ②
④ Target Multiple	15 COVID-19전 확장산업 심리적 멀티플
* 적정주가	86,517 ③ x ④
⑤ 목표주가	87,000
⑥ 현재주가	72,400
상승여력	19% ⑤ / ⑥ -1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

케이엠더블유 (032500)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	123.8	173.1	313.3	371.9	667.8
현금 및 현금성자산	22.5	53.6	49.6	174.3	261.0
매출채권 및 기타채권	45.0	62.9	186.7	103.7	216.2
재고자산	53.3	52.3	73.6	88.9	185.3
기타유동자산	3.0	4.3	3.4	5.0	5.2
비유동자산	89.5	100.4	113.7	119.2	127.9
관계기업투자등	5.7	5.1	7.7	8.0	8.4
유형자산	73.7	88.0	97.7	102.2	111.7
무형자산	4.0	3.1	3.5	3.6	2.4
자산총계	213.4	273.5	427.0	491.1	795.7
유동부채	140.8	163.0	179.2	167.3	241.5
매입채무 및 기타채무	53.8	57.8	63.7	67.6	141.0
단기금융부채	66.2	90.8	90.1	79.9	79.9
기타유동부채	20.9	14.4	25.5	19.8	20.6
비유동부채	21.3	24.3	31.0	52.3	53.1
장기금융부채	7.9	1.1	8.8	32.1	32.1
기타비유동부채	13.4	23.2	22.2	20.2	21.0
부채총계	162.1	187.3	210.3	219.7	294.6
지배주주지분	51.3	86.2	216.8	271.4	501.1
자본금	8.1	9.4	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	58.8	117.1	132.0	132.0	132.0
이익잉여금	-10.1	-41.4	61.4	116.0	345.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	51.3	86.2	216.8	271.4	501.1

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.9	-37.4	-3.7	128.9	119.5
당기순이익(손실)	-8.7	-31.3	102.7	54.6	229.7
비현금수익비용가감	24.3	23.6	57.8	23.3	24.8
유형자산감가상각비	8.9	8.5	8.1	16.2	21.9
무형자산상각비	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0
기타현금수익비용	-0.1	-2.7	3.5	6.1	1.9
영업활동 자산부채변동	-16.6	-24.1	-148.6	67.0	-135.0
매출채권 감소(증가)	-17.3	-15.8	-128.2	81.4	-112.5
재고자산 감소(증가)	-12.7	0.9	-23.1	-16.9	-96.4
매입채무 증가(감소)	4.7	2.6	6.6	3.9	73.4
기타자산, 부채변동	8.7	-11.8	-3.9	-1.5	0.6
투자활동 현금	-0.5	-21.9	-17.8	-20.0	-32.8
유형자산처분(취득)	0.7	-20.4	-14.2	-18.6	-31.3
무형자산 감소(증가)	-1.0	-0.9	-1.7	-0.6	0.2
투자자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	0.0	-0.7	-1.4
기타투자활동	0.0	-0.3	-1.9	-0.1	-0.2
재무활동 현금	7.2	90.1	17.5	11.8	0.0
차입금의 증가(감소)	-1.3	27.2	22.8	11.8	0.0
자본의 증가(감소)	7.7	53.8	2.7	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.9	9.1	-8.1	0.0	0.0
현금의 증가	-1.6	31.1	-4.2	124.8	86.7
기초현금	24.2	22.7	53.8	49.6	174.3
기말현금	22.7	53.8	49.6	174.3	261.0

자료: 케이엠더블유, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	203.7	296.3	682.9	460.1	1,191.4
매출원가	142.6	236.0	465.1	324.0	822.0
매출총이익	61.1	60.2	217.8	136.0	369.3
판매비 및 관리비	64.2	86.5	81.1	64.1	71.1
영업이익	-3.0	-26.2	136.7	72.0	298.3
(EBITDA)	6.9	-16.6	145.6	89.1	321.2
금융손익	-8.2	-2.4	-7.5	-0.8	-3.2
이자비용	5.7	6.4	5.7	3.7	3.9
관계기업등 투자손익	0.1	-0.7	1.1	-0.8	-1.1
기타영업외손익	3.5	-0.4	-0.9	1.5	1.2
세전계속사업이익	-7.6	-29.8	129.4	71.9	295.2
계속사업법인세비용	1.1	1.5	26.8	17.3	65.5
계속사업이익	-8.7	-31.3	102.7	54.6	229.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-8.7	-31.3	102.7	54.6	229.7
지배주주	-8.7	-31.3	102.7	54.6	229.7
총포괄이익	-14.0	-30.2	104.3	54.6	229.7
매출총이익률 (%)	30.0	20.3	31.9	29.6	31.0
영업이익률 (%)	-1.5	-8.9	20.0	15.6	25.0
EBITDA마진률 (%)	3.4	-5.6	21.3	19.4	27.0
당기순이익률 (%)	-4.3	-10.6	15.0	11.9	19.3
ROA (%)	-4.1	-12.9	29.3	11.9	35.7
ROE (%)	-17.9	-45.5	67.8	22.4	59.5
ROIC (%)	-2.2	-17.6	57.5	23.9	85.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	-47.5	-12.0	27.3	52.9	12.6
P/B	8.3	4.8	13.3	10.7	5.8
EV/EBITDA	68.4	-27.3	20.2	31.7	8.5
P/CF	27.2	n/a	17.5	37.1	11.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	0.0	45.4	130.5	-32.6	159.0
영업이익	적지	적지	흑전	-47.3	314.3
세전이익	적지	적지	흑전	-44.4	310.5
당기순이익	적지	적지	흑전	-46.8	320.5
EPS	적지	적지	흑전	-48.4	320.5
안정성 (%)					
부채비율	315.9	217.2	97.0	80.9	58.8
유동비율	88.0	106.2	174.8	222.3	276.5
순차입금/자기자본(x)	100.0	43.8	22.5	-23.1	-29.8
영업이익/금융비용(x)	-0.5	-4.1	24.1	19.3	77.4
총차입금 (십억원)	74	92	99	112	112
순차입금 (십억원)	51	38	49	-63	-149
주당지표(원)					
EPS	-268	-918	2,658	1,372	5,768
BPS	1,540	2,292	5,446	6,816	12,583
CFPS	467	n/a	4,154	1,956	6,390
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



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 당사에 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)