

# 케이엠더블유 (032500)

## 미국 수혜는 필연적, 이젠 사업자간 물량 차이에 유의해야

### 매수/TP 12만원 유지, 답답한 상황이지만 매수가 정답

KMW에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 12만원을 유지하며, 국내 네트워크장비 업종 내 Top Picks로 선정한다. 추천 사유는 1) 시장 기대치에 미치지 못하지만 최근 이익 흐름 및 향후 전망이 밝고, 2) 늦긴 했지만 올해 연말부터 미국 수출이 개시될 것이며, 3) 2021년 상반기 인도 매출 발생이 기대되고, 4) 예상과 달리 2021년 국내 매출이 재차 성장할 것으로 판단되기 때문이다.

### 4Q 기대치에 못 미칠 듯, 단 연말 미국 수출 개시될 전망

최근 KMW 주주들의 실망감이 크다. 미국에서 아직 수주 소식이 들려오지 않고 있어서다. 2Q 컨퍼런스 콜에서 미국 통신사들이 4Q부터 5G 투자에 본격적으로 나설 것이라고 밝혔고 삼성전자가 버라이즌으로부터 8조원 규모의 수주를 따냈지만 아직 KMW의 미국 수출 소식은 들리지 않는다. 이에 따라 당초 기대를 걸었던 KMW 4Q 실적도 사상 최대 수준이 아닌 3Q보다 다소 개선된 수준에 그칠 공산이 크다. 그나마 5G 아이폰이 10월 말에 출시되고 미국 5G 주파수 경매가 12월에 예정되어 있으니 4Q엔 미국 통신 4개사가 투자에 나설 것으로 예상된다. 하지만 하나금융투자에서는 현재 상황에 실망하기보다는 재차 KMW 보유 물량을 늘려나갈 것을 권한다. 당초 기대엔 미치지 못하겠지만 올해 분기별 이익 성장 흐름을 보여줄 것이며 이러한 흐름이 2021년 하반기까지 지속될 전망이다. 비록 미국에서 수주가 지연되는 양상이지만 무산될 가능성은 사실상 제로에 가깝다. 전략상 매수 대응이 적절할 것이라 판단이다.

### 3.5GHz 조기 전국망 추진, 2021년에도 국내 수혜 기대

국감에서 28Hz 전국망이 현실적으로 어렵다는 언급과 동시에 2022년 초 3.5GHz 국내 전국망 완료 계획이 과기부/통신사들을 통해 발표되었다. 예상 외로 2021년 KMW가 국내에서 큰 수혜를 받을 가능성이 높아지고 있다. 현재 3.5GHz 대역 필요 기지국 중기 투자분이 40% 수준에 불과한 것으로 파악되고, 특히 지방 커버리지 확보 시 노키아향 매출이 급증할 가능성이 높기 때문이다.

### 미국 수출 규모가 중요, 후발 업체와 달리 전고점 돌파할 것

호재가 출현하기까지 기다림이 필요한 상황이지만 KMW 주주들이 크게 우려할 필요는 없어 보인다. 2~4등 업체의 경우 향후 미국 수주 규모에 따라 9월 전고점을 돌파하기 어려운 상황이 발생할 수 있지만 KMW의 경우엔 사정이 다르기 때문이다. KMW의 경우엔 600MHz~3.5GHz에 달하는 다수의 주파수 대역, 삼성/노키아/에릭슨/직남 등 다양한 매출 경로, 필터/안테나/시스템 등 다양한 제품을 통해 통신 4개사로부터 대량의 수주가 가능해진 상황이다. 후발 사업자와의 시가총액 격차가 재차 확대될 전망이다.

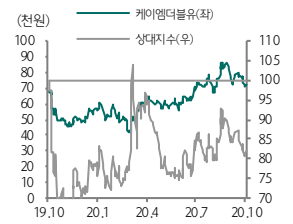
Update

**BUY**

| TP(12M): 120,000원 | CP(10월21일): 72,600원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	830.67	매출액(십억원)	663.5
52주 최고/최저(원)	86,600/41,550	영업이익(십억원)	118.7
시가총액(십억원)	2,891.0	순이익(십억원)	95.2
시가총액비중(%)	0.89	EPS(원)	2,391
발행주식수(천주)	39,820.9	BPS(원)	7,862
60일 평균 거래량(천주)	1,150,327.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	89.1		
20년 배당금(예상, 원)	0		
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	9.41		
주요주주 지분율(%)			
김덕용 외 1인	35.48		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.7) 14.2 7.6		
상대	(2.6) (13.6) (15.9)		

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	296.3	682.9	573.4	1,578.9	1,731.6
영업이익	십억원	(26.2)	136.7	102.0	318.1	354.5
세전이익	십억원	(29.8)	129.4	106.6	318.7	355.6
순이익	십억원	(31.3)	102.7	83.1	248.6	277.4
EPS	원	(927)	2,652	2,087	6,243	6,965
증감률	%	적지	흑전	(21.30)	199.14	11.56
PER	배	(11.89)	19.27	34.64	11.58	10.38
PBR	배	4.77	9.39	9.52	5.22	3.48
EV/EBITDA	배	(27.26)	14.30	24.78	8.60	7.10
ROE	%	(45.51)	67.76	32.01	58.25	40.21
BPS	원	2,311	5,444	7,596	13,839	20,804
DPS	원	0	0	0	0	0

자료: 하나금융투자



Analyst 김공식  
02-3771-7505  
pro11@hanafn.com

RA 이재서  
02-3771-7541  
jaeseo.lee@hanafn.com

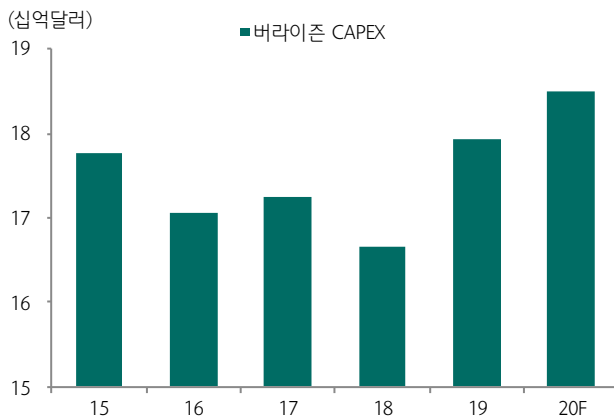
표 1. KMW의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	77.5	127.2	139.1	229.6	335.1	378.2	414.2	451.4
영업이익	6.6	22.0	24.6	48.8	66.9	75.4	83.3	92.5
(영업이익률)	8.5	17.3	17.7	21.3	20.0	19.9	20.1	20.5
세전이익	15.2	18.6	24.1	48.7	66.8	75.5	83.4	93.0
순이익	13.0	11.9	19.3	39.0	52.1	58.9	65.1	72.5
(순이익률)	16.8	9.4	13.9	17.0	15.5	15.6	15.7	16.1

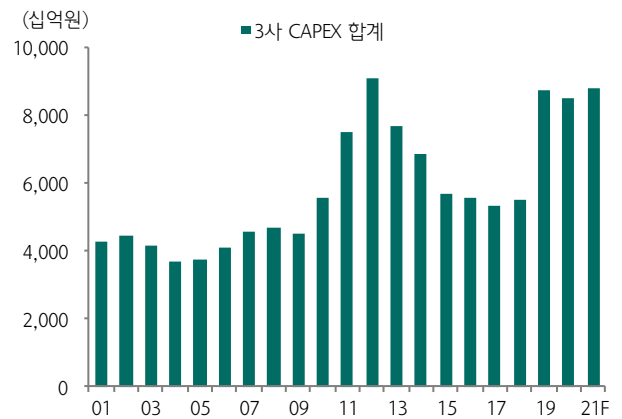
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분  
 자료: KMW, 하나금융투자

그림 1. 미국 버라이즌 연간 CAPEX 추이 및 전망



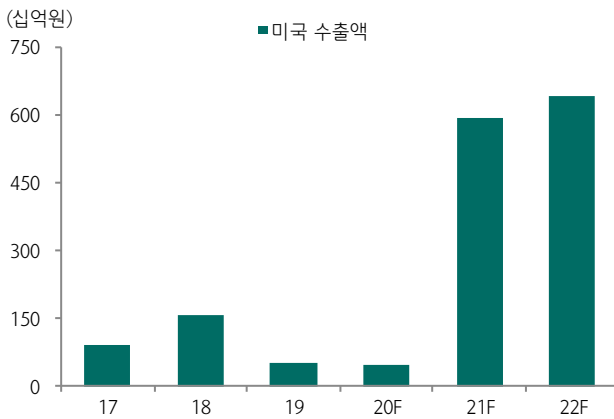
자료: 버라이즌, 하나금융투자

그림 2. 국내 통신 3사 연간 CAPEX 합계 전망



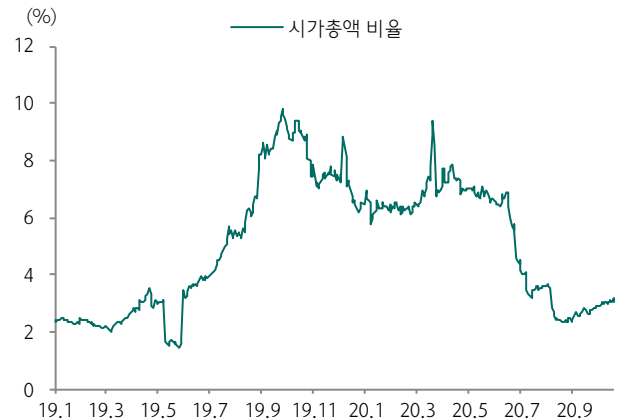
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. KMW 연간 미국 수출액 전망



자료: KMW, 하나금융투자

그림 4. 에이스테크 대비 KMW 시가총액 비율 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>296.3</b>	<b>682.9</b>	<b>573.4</b>	<b>1,578.9</b>	<b>1,731.6</b>
매출원가	236.0	465.1	296.2	943.9	1,036.1
매출총이익	60.3	217.8	277.2	635.0	695.5
판매비	86.5	81.1	175.2	316.9	341.0
<b>영업이익</b>	<b>(26.2)</b>	<b>136.7</b>	<b>102.0</b>	<b>318.1</b>	<b>354.5</b>
금융손익	(3.4)	(8.2)	1.8	0.4	1.0
중속/관계기업손익	0.1	1.1	0.3	0.3	0.1
기타영업외손익	(0.2)	(0.2)	2.4	(0.1)	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(29.8)</b>	<b>129.4</b>	<b>106.6</b>	<b>318.7</b>	<b>355.6</b>
법인세	1.5	26.8	23.5	70.1	78.2
계속사업이익	(31.3)	102.7	83.1	248.6	277.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(31.3)</b>	<b>102.7</b>	<b>83.1</b>	<b>248.6</b>	<b>277.4</b>
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(31.3)</b>	<b>102.7</b>	<b>83.1</b>	<b>248.6</b>	<b>277.4</b>
지배주주지분포괄이익	(30.2)	104.4	85.7	248.6	277.4
NOPAT	(27.6)	108.4	79.5	248.1	276.5
EBITDA	(16.6)	145.6	114.8	332.1	369.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	45.46	130.48	(16.03)	175.36	9.67
NOPAT증가율	적지	흑전	(26.66)	212.08	11.45
EBITDA증가율	적전	흑전	(21.15)	189.29	11.23
영업이익증가율	적지	흑전	(25.38)	211.86	11.44
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(19.08)	199.16	11.58
EPS증가율	적지	흑전	(21.30)	199.14	11.56
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	20.35	31.89	48.34	40.22	40.17
EBITDA이익률	(5.60)	21.32	20.02	21.03	21.33
영업이익률	(8.84)	20.02	17.79	20.15	20.47
계속사업이익률	(10.56)	15.04	14.49	15.75	16.02

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>173.1</b>	<b>313.3</b>	<b>379.4</b>	<b>756.2</b>	<b>1,048.9</b>
금융자산	54.1	50.0	158.2	148.6	385.5
현금성자산	53.6	49.6	157.8	147.5	384.2
매출채권	51.6	178.5	149.9	412.7	450.6
재고자산	52.3	73.6	61.8	170.1	185.8
기타유동자산	15.1	11.2	9.5	24.8	27.0
<b>비유동자산</b>	<b>100.4</b>	<b>113.7</b>	<b>135.5</b>	<b>152.3</b>	<b>158.7</b>
투자자산	5.1	7.9	6.8	17.2	18.7
금융자산	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
유형자산	88.0	97.7	119.8	126.5	132.2
무형자산	3.1	3.5	3.8	3.1	2.5
기타비유동자산	4.2	4.6	5.1	5.5	5.3
<b>자산총계</b>	<b>273.5</b>	<b>427.0</b>	<b>515.0</b>	<b>908.5</b>	<b>1,207.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>163.0</b>	<b>179.2</b>	<b>161.5</b>	<b>273.2</b>	<b>290.1</b>
금융부채	90.8	90.1	91.8	93.8	94.8
매입채무	45.0	53.8	45.2	124.3	135.7
기타유동부채	27.2	35.3	24.5	55.1	59.6
<b>비유동부채</b>	<b>24.3</b>	<b>31.0</b>	<b>51.0</b>	<b>84.2</b>	<b>89.0</b>
금융부채	1.1	8.8	32.3	32.8	32.9
기타비유동부채	23.2	22.2	18.7	51.4	56.1
<b>부채총계</b>	<b>187.3</b>	<b>210.3</b>	<b>212.5</b>	<b>357.4</b>	<b>379.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>86.2</b>	<b>216.8</b>	<b>302.5</b>	<b>551.1</b>	<b>828.4</b>
자본금	9.4	19.9	19.9	19.9	19.9
자본잉여금	117.1	132.0	132.0	132.0	132.0
자본조정	(0.1)	0.6	0.6	0.6	0.6
기타포괄이익누계액	1.2	2.8	5.4	5.4	5.4
이익잉여금	(41.4)	61.4	144.5	393.1	670.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>86.2</b>	<b>216.8</b>	<b>302.5</b>	<b>551.1</b>	<b>828.4</b>
손금유부채	37.8	48.8	(34.1)	(22.1)	(257.8)

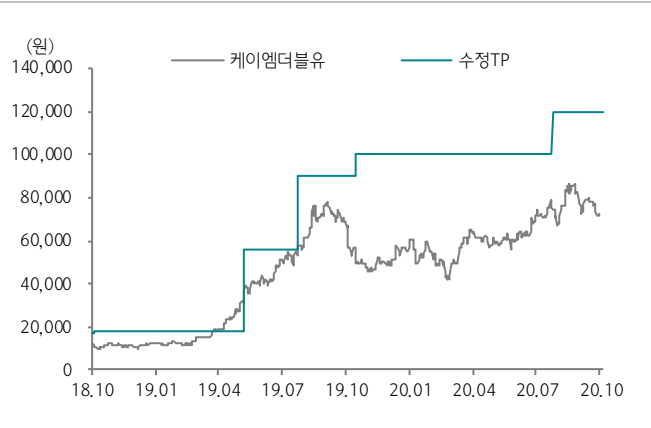
투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(927)	2,652	2,087	6,243	6,965
BPS	2,311	5,444	7,596	13,839	20,804
CFPS	(229)	4,144	3,018	8,462	9,407
EBITDAPS	(492)	3,761	2,883	8,341	9,276
SPS	8,781	17,638	14,400	39,650	43,485
DPS	0	0	0	0	0
<b>주기지표(배)</b>					
PER	(11.89)	19.27	34.64	11.58	10.38
PBR	4.77	9.39	9.52	5.22	3.48
PCFR	(48.14)	12.33	23.96	8.54	7.69
EV/EBITDA	(27.26)	14.30	24.78	8.60	7.10
PSR	1.26	2.90	5.02	1.82	1.66
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(45.51)	67.76	32.01	58.25	40.21
ROA	(12.85)	29.31	17.65	34.93	26.22
ROIC	(21.84)	49.61	27.55	58.34	46.92
부채비율	217.21	96.99	70.25	64.86	45.76
순부채비율	43.82	22.52	(11.28)	(4.00)	(31.12)
이자보상배율(배)	(4.09)	24.10	27.09	73.04	79.77

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(37.4)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>111.7</b>	<b>18.7</b>	<b>257.0</b>
당기순이익	(31.3)	102.7	83.1	248.6	277.4
조정	2	4	0	1	1
감가상각비	9.6	8.9	12.8	14.0	14.9
외환거래손익	(3.4)	4.4	(1.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.7	(1.1)	0.2	0.0	0.0
기타	(4.9)	(8.2)	(11.5)	(13.0)	(13.9)
영업활동 자산부채변동	(24.1)	(148.6)	24.1	(243.9)	(35.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(21.9)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(31.5)</b>	<b>(31.5)</b>	<b>(21.4)</b>
투자자산감소(증가)	0.7	(2.8)	1.1	(10.4)	(1.5)
자본증가(감소)	(20.4)	(14.2)	(31.9)	(20.0)	(20.0)
기타	(2.2)	(0.8)	(0.7)	(1.1)	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>90.1</b>	<b>17.5</b>	<b>23.8</b>	<b>2.5</b>	<b>1.1</b>
금융부채증가(감소)	17.8	7.0	25.2	2.5	1.1
자본증가(감소)	59.6	25.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.7	(14.9)	(1.4)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>31.1</b>	<b>(4.2)</b>	<b>108.2</b>	<b>(10.3)</b>	<b>236.7</b>
Unlevered CFO	(7.7)	160.4	120.2	337.0	374.6
Free Cash Flow	(58.3)	(21.6)	78.5	(1.3)	237.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

케이엠더블유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.14	BUY	120,000		
19.11.5	BUY	100,000	-42.74%	-20.70%
19.8.14	BUY	90,000	-25.31%	-13.67%
19.5.28	BUY	56,000	-19.44%	-1.07%
18.10.25	BUY	17,500	-17.05%	79.43%
18.1.2	BUY	16,912	-28.70%	-16.71%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 10월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 10월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.