

Company Basic

Analyst 이민희

02) 6915-5682

mhl3467@ibks.com

Not Rated

목표주가

-

현재가 (1/3)

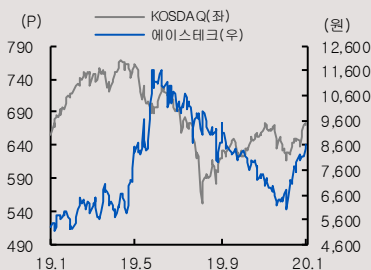
8,650원

KOSDAQ (1/3)	669.93pt
시가총액	3,361억원
발행주식수	38,858천주
액면가	500원
52주 최고가	11,650원
최저가	5,130원
60일 일평균거래대금	83억원
외국인 지분율	1.2%
배당수익률 (2019F)	0.0%

주주구성	
기관외 7인	23.53%
토리스투자자문 외 3인	8.03%
주가상승	1M 6M 12M
상대기준	22% -12% 60%
절대기준	30% -15% 63%

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(19)	159	-	-
EPS(20)	521	-	-

에이스테크 주가추이



이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

에이스테크 (088800)

다음은 내 차례

기지국에 장착되는 RF 장비 및 부품 전문 생산업체

동사는 기지국 안테나와 RF필터를 주력 생산하고 있으며, 2018년 기준 매출 구성은 RF부품 47%, 기지국안테나 41%, RRH(Remote Radio Head) 2%, 모바일안테나 6%, 차량용안테나 5%로 나뉜다. 주요 고객은 에릭슨, 삼성전자 같은 System Integrator와 국내 KT, SKT 및 인도 Jio 등의 Service Provider이다. 2H17~1H18에 걸쳐 인천 남동공단에서 베트남으로 생산기지 이전을 완료하였으며, 해외 최대 고객 향 시스템 매출 증가를 대비하여 2020년 2월 완공을 목표로 전용 생산공장을 추가 건설 중이다.

작년말 해외 최대 고객의 Radio System 독점 공급자로 선정

동사는 그동안 해외 최대 SI 고객에 주로 4G 필터를 공급해 왔으나 작년 12월에 고객의 Radio System 글로벌 아웃소싱물량(중국 지역은 제외)의 독점 공급업체로 선정되었다. 우선은 올해 소규모의 4G RRH 매출이 예상되며, 2021년부터 본격적인 5G 시스템 매출이 발생할 전망이다. 또한 동사는 국내 최대 SI업체에도 연말부터는 5G Radio System 공급이 가능할 전망이다. 양 고객의 글로벌 통신장비시장 점유율은 36% 인데, 5G에서는 올해 절반정도 점유가 예상된다. 경쟁사 KMW(노키아가 주 고객)처럼 DU와 RU 일체형의 MMR 시스템 매출 보다는 부가가치가 적지만, 해외 5G 투자 Cycle 도래에 맞춰 대폭적인 실적 성장이 예상된다.

2020년부터 실적 성장 궤도 재진입

국내 통신사 투자 둔화와 연구개발비 증가로 작년 하반기 실적은 상당히 부진할 전망이다. 주가는 이를 선 반영하고 최근 바닥에서 벗어나는 모습이다. 올해는 에릭슨 향 매출증가와 R&D 비용 감소로 전사 매출액이 15% 성장, 영업이익률 9.5% 정도로 개선이 예상되며, 시스템 매출이 본격적으로 발생하는 2021년부터는 외형 및 수익성이 좀 더 의미 있게 성장할 전망이다.

(단위:억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,516	3,773	3,925	4,510	5,953
영업이익	-145	132	118	428	746
세전이익	-555	18	13	335	640
지배주주순이익	-547	31	59	202	387
EPS(원)	-1,926	96	159	521	996
증가율(%)	64.7	-105.0	65.8	228.1	91.3
영업이익률(%)	-4.1	3.5	3.0	9.5	12.5
순이익률(%)	-15.8	0.3	0.4	5.4	7.9
ROE(%)	-61.2	4.4	6.5	17.5	26.7
PER	-2.6	53.3	51.2	16.3	8.5
PBR	2.3	2.2	3.0	2.6	2.0
EV/EBITDA	37.0	11.3	11.5	5.3	3.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

기지국에 장착되는 RF 장비 및 부품 전문 생산업체

안테나, 필터 등 단품
매출이 대부분을 차지

동사는 1980년에 최초 설립된 후, 2006년 3월 (주)에이스테크놀로지로부터 인적분할되어 (주)에이스안테나로 코스닥시장에 상장하였다. 이후 2010년 3월 (주)에이스테크놀로지와 분할합병을 통해 현재의 (주)에이스테크놀로지로 상호를 변경하였다. 2018년 기준 사업부별 매출 구성은 RF부품 47%, 기지국안테나 41%, RRH(Remote Radio Head) 2%, 모바일안테나 6%, 차량용안테나 5%로 나뉜다. 동사 주력 제품은 필터(RF Filter)와 기지국안테나로서 매출의 대부분을 차지하며, 그 외 차량용 Radar & Antenna가 연 2백억원 매출 규모이고, 방산 Radar 등이 연 30억원 매출 규모로 미미한 수준이다.

그림 1. Macro-cell Antenna



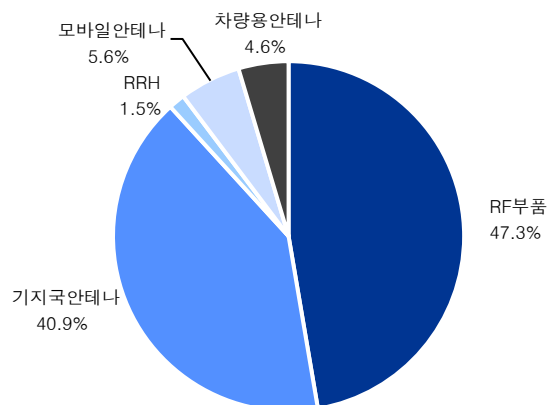
자료: 에이스테크

그림 2. LTE RRH(Remote Radio Head)



자료: 에이스테크

그림 3. 에이스테크 사업부별 매출 구성(2018년)



자료: IBK투자증권

주요 고객은 에릭슨과
삼성전자

동사 제품의 판매 경로는 주요 고객인 에릭슨, 삼성전자 같은 System Integrator에 공급(주로 RF필터) 하거나, 통신사(KT, SKT)에 직납(주로 기지국안테나)하는 형태다. 향후 5G의 경우는 일체형 시스템으로 제작되기 때문에 SI를 통해 납품하는 비중이 더욱 높아질 전망이다. 또한 동사는 글로벌 SI업체들의 시스템 매출을 통해 다수의 해외 통신사에 RF부품을 공급하고 있는데, 주요 고객으로 인도 Jio(릴라이언스 자회사)와 airtel 수요량의 각각 61%, 45%를 점유하고 있으며, 베트남 mobifone의 37%, 미국 AT&T 수요의 15%를 점유하고 있다. 또한 동사는 지난 1년반 동안의 고객 다변화 노력으로 싱가포르 Singtel, 인도 Idea, 방글라데시 axiata 등 다수의 아시아 Commercial Customer들을 확보했다.

2019년 12월, 해외 최대
고객의 Radio System
독점(중국 제외) 공급자로
선정

한편 동사는 그동안 해외 최대 SI 고객에 주로 4G 필터를 공급해왔고 5G 실적은 미미한 상태였으나, 작년말 고객의 Radio System 글로벌 아웃소싱물량(중국 지역은 제외)의 독점 공급업체로 동사가 선정됨에 따라 향후 시스템 매출(2021년부터 본격 증가)이 기대된다. 또한 동사는 국내 최대 SI업체에 안테나/필터를 경쟁사와 양분하여 공급해 왔으나 5G에서는 동사의 점유율이 더욱 올라가는 추세이며, 2020년말부터는 5G Radio System의 공급이 가능할 전망이다.

표 1. Global Antenna Vendor Ranking

2018년 순위	Supplier	SVMS(2016~18)
1	Huawei	34.4%
2	Kathrein	19.6%
3	CommScope	13.4%
4	Resenberger	7.6%
5	ACE	5.3%
6	Amphenol	5.2%
7	RFS	4.8%

자료: ABI research 2019, IBK투자증권

베트남으로 생산기지
이전 완료, 해외 최대
고객 향 전용공장
건설 중

동사는 2H17~1H18에 걸쳐 인천 남동공단에서 베트남으로 생산기지를 이전하였다. 이로 인해 인건비 감소(임금 10배 차이)와 자동화를 통한 생산성 향상 효과로 2018년 흑자 전환하는데 성공하였다. 또한 동사는 향후 해외 최대 고객의 RU(Radio Unit) 외 주 발주 물량 증가를 대비하여 전용 생산 공장을 추가 건설 중이며 2020년 2월 완공 예정이다.

주요 고객의 Radio System 공급자로 선정, 실적 고성장 기대

5G에서는 massive MIMO 네트워크 기술 요구, 기지국 안테나 수 4배 증가

5G 무선통신에서는 많은 양의 데이터를 송수신하기 위해 massive MIMO(Multi Input Multi Output) 네트워크 기술을 요구한다. 이는 다수의 송수신 안테나를 사용하여 단말기와 기지국 간 신호 간섭은 줄이고 속도와 용량은 더 향상 시키는 기술이다. 과거 4G LTE 안테나에는 4T4R(4송신x4수신)이나 8T8R(8송신x8수신) MIMO 기술이 적용되었으나, 5G에서는 32T32R이나 64T64R massive MIMO 기술이 적용된다. 안테나 수가 증가하면 그 만큼 제품의 부가가치가 상승하게 된다. 현재 당사는 64T64R 제품 개발을 진행 중에 있다.

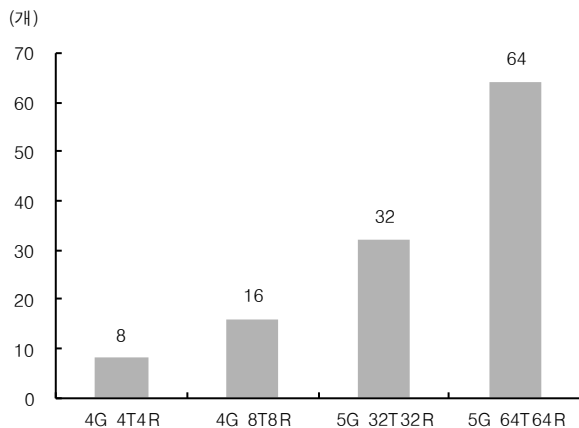
5G에서는 DU와 RU 일체형, 시스템 매출을 통한 부가가치 급상승

기지국의 DU(Digital Unit: 디지털신호처리부)와 RU(Radio Unit: 무선신호처리부) 부문이 분리형이었던 4G와 달리, 5G에서는 일체형으로 시스템이 제조된다. 경쟁사 KMW의 경우는 노키아와 공동(노키아가 DU, KMW가 RU 부문 각각 개발)으로 'MMR(Massive MIMO Radio)' 장비를 개발하였는데, KMW가 노키아로부터 MMR 시스템 EMS 제조까지 맡게 되면서 지난해부터 매출이 급성장하게 되었다. 각 단품보다 RU 세트는 가격이 3배 정도 높아지며, MMR(DU+RU) 시스템은 다시 또 3배 이상 단가가 올라가기 때문에 부가가치가 커진다.

작년 12월, 해외 최대 고객의 Radio System 독점(중국 제외) 공급자로 선정, 2021년부터 5G 본격 매출

지난해 12월 당사는 해외 최대 고객의 Radio System 외주 공급사 선정에서 최종 선택 되었다. 해당 고객은 연간 9조원 정도의 RU 생산이 예상되는데 이 중 10~20%를 아웃소싱할 것으로 추정된다. 중국을 제외한 글로벌 Radio System 아웃소싱 물량을 당사가 독점 공급하게되면서, 우선은 2020년 4G RRH 매출(규모는 적을 전망)이 예상되며, 2021년부터 본격적인 5G 시스템 매출이 발생할 전망이다. KMW처럼 DU와 RU 일체형의 MMR 시스템 매출 보다는 부가가치가 적지만, 미국, 일본, 호주 등 해외 5G 투자 Cycle 도래에 맞춰 대폭적인 실적 성장이 예상된다.

그림 4. 기지국 안테나 개수 비교(4G vs 5G)



자료: KMW

그림 5. KMW의 MMR(Massive MIMO Radio) 64T64R

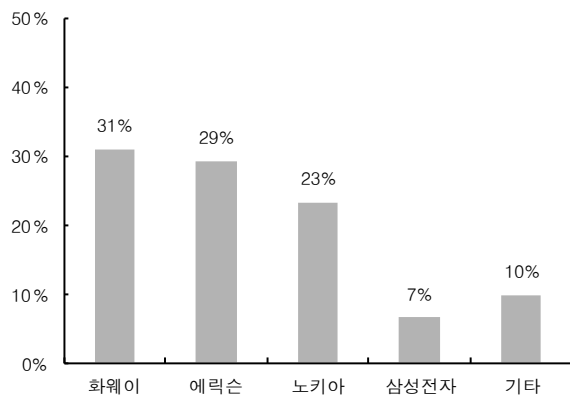


자료: KMW

국내 최대 SI업체에도 RU
공급 테스트 진행 중

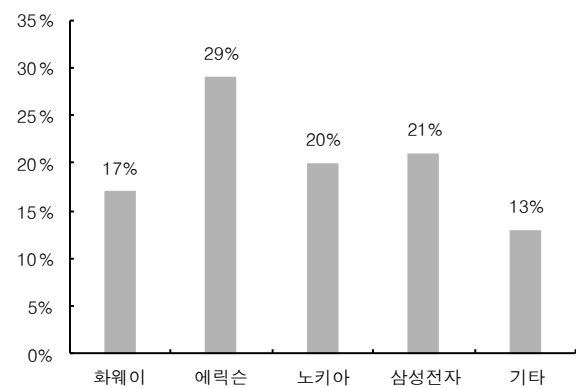
또한 동사는 국내 최대 SI업체와도 5G Radio System 공급을 위한 테스트 진행 중에 있으며, 올해 말부터는 납품할 수 있을 것으로 예상된다. 해외 및 국내 주요 SI 고객의 글로벌 통신장비 시장점유율 합산은 2018년 기준 36%이며, 특히 5G 시장에서의 점유율은 2020년 50%(IHS마켓 전망 자료 기준)에 이를 것으로 전망되어 동사의 수혜가 기대된다.

그림 6. 글로벌 통신장비 시장 점유율 (2018년)



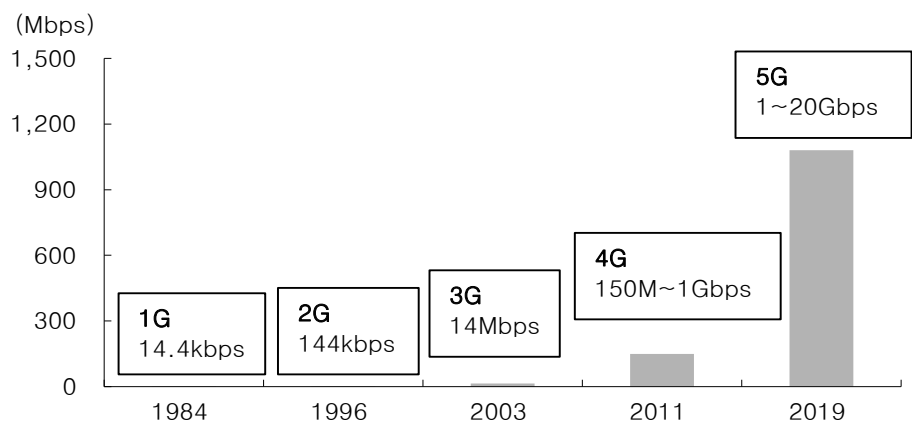
자료: 텔오로, IBK투자증권

그림 7. 글로벌 5G 통신장비 시장 점유율 전망 (2020년)



자료: IHS마켓, IBK투자증권

그림 8. 이동통신 세대별 상용화 시기와 전송속도 발전



자료: IBK투자증권

2020년 실적 성장 궤도 재진입

2H19 실적 부진, 주가는
선 반영된 듯

동사 지난 3Q19 실적을 보면 매출액이 19%QoQ 감소하고 영업이익률도 BEP 수준에 그쳤다. 국내 통신 투자가 둔화되면서 다른 통신장비업체들과 마찬가지로 작년 하반기 매출은 부진할 전망이다. 또한 2019년 연구개발비는 250억원으로 추정, 전년도인 206억원 보다 증가할 전망인데 상반기에는 비용 반영이 별로 없다가 3Q19에 반영이 많이 되었다. 4Q19에도 5G 64T64R 안테나 개발 투자가 계속 진행되어 비용 부담과 매출 감소로 소폭 영업적자가 예상된다.

2020년부터 실적 개선,
본격적인 성장은 시스템
매출이 발생하는 내년부터

2020년에는 해외 최대 고객 향으로 1천4백억원 매출액(vs. 2019년 1천억원)이 예상된다. 매출의 대부분은 필터이나 새로 4G RRH가 일부 포함될 전망이다. 올해는 시스템 매출 기여가 적어 전사 매출액은 15% 성장, 영업이익률 9.5% 정도로 개선이 예상되나, 시스템 매출이 본격적으로 발생하는 2021년부터 외형 및 수익성이 급성장할 전망이다. 동사 실적은 이미 2H19에 바닥을 통과했기 때문에 올해 주가는 장기적으로 우상향 추세가 예상된다.

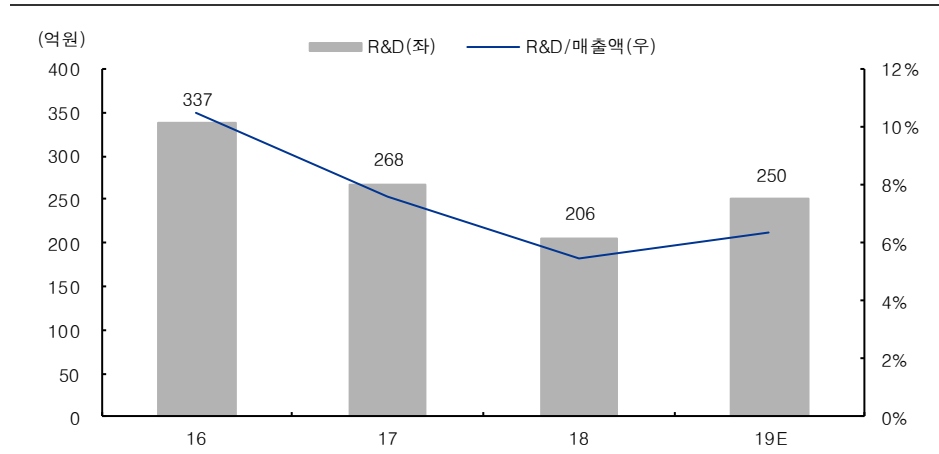
표 2. 에이스테크 실적 추정(K-IFRS 연결)

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	839	1,092	877	964	1,077	1,133	922	793	3,221	3,516	3,773	3,925	4,510
QoQ	68%	30%	-20%	10%	12%	5%	-19%	-14%					
YoY	-24%	2%	4%	93%	28%	4%	5%	-18%	-24%	9%	7%	4%	15%
영업이익	21	28	44	38	84	91	5	-62	-138	-145	132	118	428
영업이익률	2.6%	2.6%	5.0%	4.0%	7.8%	8.0%	0.6%	-7.8%	-4.3%	-4.1%	3.5%	3.0%	9.5%
세전이익	2	27	7	-19	18	67	26	-103	-336	-555	18	13	335
지배주주순이익	5	32	7	-12	18	83	25	-66	-323	-547	31	59	202

자료: IBK투자증권

그림 9. 에이스테크 연구개발비 추이



자료: IBK투자증권

에이스테크 (088800)

포괄손익계산서

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,516	3,773	3,925	4,510	5,953
증가율(%)	9.2	7.3	4.0	14.9	32.0
매출원가	2,896	2,889	2,898	3,282	4,135
매출총이익	621	884	1,027	1,228	1,818
매출총이익률 (%)	17.7	23.4	26.2	27.2	30.5
판매비	765	752	910	800	1,072
판매비율(%)	21.8	19.9	23.2	17.7	18.0
영업이익	-145	132	118	428	746
증가율(%)	5.1	-191.0	-10.6	262.7	74.3
영업이익률(%)	-4.1	3.5	3.0	9.5	12.5
순금융손익	-62	-95	-157	-94	-106
이자손익	-98	-106	-91	-94	-106
기타	36	11	-66	0	0
기타영업외손익	-340	-11	49	0	0
종속/관계기업손익	-9	-8	3	0	0
세전이익	-555	18	13	335	640
법인세	1	6	-1	90	172
법인세율	-0.2	33.3	-7.7	26.9	26.9
계속사업이익	-556	12	15	245	468
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-556	12	15	245	468
증가율(%)	72.7	-102.2	25.0	1,533.3	91.0
당기순이익률 (%)	-15.8	0.3	0.4	5.4	7.9
지배주주당기순이익	-547	31	59	202	387
기타포괄이익	-26	-3	29	0	0
총포괄이익	-582	9	44	245	468
EBITDA	82	315	304	590	904
증가율(%)	10.8	284.1	-3.5	94.1	53.2
EBITDA마진율(%)	2.3	8.3	7.7	13.1	15.2

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-1,926	96	159	521	996
BPS	2,126	2,291	2,712	3,232	4,228
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-2.6	53.3	51.2	16.3	8.5
PBR	2.3	2.2	3.0	2.6	2.0
EV/EBITDA	37.0	11.3	11.5	5.3	3.0
성장성지표(%)					
매출증가율	9.2	7.3	4.0	14.9	32.0
EPS증가율	64.7	-105.0	65.8	228.1	91.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-61.2	4.4	6.5	17.5	26.7
ROA	-13.8	0.3	0.3	4.4	6.5
ROIC	-26.2	0.6	0.9	26.7	71.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	456.9	433.9	367.6	414.0	358.6
순차입금 비율(%)	230.6	219.7	36.4	-13.5	-37.8
이자보상배율(배)	-1.4	1.2	1.3	4.6	7.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.3	3.1	3.0	3.3	3.4
재고자산회전율	5.6	5.1	4.5	4.3	4.6
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,044	2,587	3,476	5,121	6,489
현금및현금성자산	161	110	1,146	1,965	2,585
유가증권	91	28	0	0	0
매출채권	1,004	1,416	1,169	1,582	1,965
재고자산	651	836	928	1,187	1,429
비유동자산	1,691	1,734	1,273	1,356	1,435
유형자산	1,115	1,215	953	967	989
무형자산	155	131	92	65	46
투자자산	108	107	124	150	170
자산총계	3,735	4,321	4,749	6,478	7,924
유동부채	2,760	2,930	3,462	4,905	5,851
매입채무및기타채무	609	1,174	952	1,318	1,488
단기차입금	1,034	1,033	776	1,055	1,191
유동성장기부채	511	367	530	530	530
비유동부채	304	582	272	312	345
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	255	515	198	198	198
부채총계	3,064	3,512	3,733	5,217	6,196
지배주주지분	623	782	1,054	1,256	1,643
자본금	147	171	194	194	194
자본잉여금	1,008	1,138	1,296	1,296	1,296
자본조정등	-14	-14	-24	-24	-24
기타포괄이익누계액	-6	-3	39	39	39
이익잉여금	-512	-510	-451	-249	138
비지배주주지분	48	28	-38	4	85
자본총계	671	809	1,016	1,260	1,728
비이자부채	1264	1597	2217	3422	4265
총차입금	1,800	1,915	1,516	1,795	1,931
순차입금	1,547	1,777	370	-170	-654

현금흐름표

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-325	216	1,074	129	193
당기순이익	-556	12	15	245	468
비현금성 비용 및 수익	675	390	331	256	264
유형자산감가상각비	115	137	136	135	138
무형자산상각비	112	46	51	26	19
운전자본변동	-358	-86	919	-277	-432
매출채권등의 감소	51	137	140	-413	-382
재고자산의 감소	-172	-195	-53	-259	-242
매입채무등의 증가	-128	521	568	367	170
기타 영업현금흐름	-86	-100	-191	-95	-107
투자활동 현금흐름	-189	-109	349	-399	-360
유형자산의 증가(CAPEX)	-158	-184	-198	-150	-160
유형자산의 감소	28	35	541	0	0
무형자산의 감소(증가)	-28	-28	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-33	70	-44	-26	-21
기타	2	-2	53	-223	-179
재무활동 현금흐름	310	-144	-366	1,089	787
차입금의 증가(감소)	145	-303	45	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	165	159	-411	1089	787
기타 및 조정	2	-14	-21	0	-1
현금의 증가	-202	-51	1,036	819	619
기초현금	364	161	110	1,146	1,965
기말현금	161	110	1,146	1,965	2,585

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.10.01~2019.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	87.5
중립	19	12.5
매도	0	0