



# 에치에프알 (230240)

이제는 사야된다

▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 50,000원

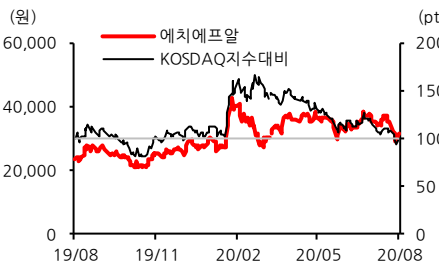
현재 주가(8/25)	34,150원
상승여력	▲46.4%
시가총액	4,092억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	42,750 / 21,200원
90 일 일평균 거래대금	149.63억원
외국인 지분율	1.7%
주주 구성	
정종민 (외 3 인)	34.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.3	-6.6	-16.7	43.2
상대수익률(KOSDAQ)	-9.6	-22.7	-44.0	5.9

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	135	157	150	294
영업이익	3	2	2	40
EBITDA	7	7	7	45
지배주주순이익	0	1	2	32
EPS	151	87	128	2,683
순차입금	-8	-6	21	-2
PER	75.2	338.4	266.3	12.7
PBR	1.7	4.3	4.9	3.5
EV/EBITDA	18.5	52.7	63.5	9.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.7	1.3	1.9	32.4

주가 추이



에치에프알은 2Q20에 저점을 지나 하반기 q-q 실적 개선세가 예상되며, 2021년에는 미국 Sub-6, mmWave 투자수혜가 기대됩니다. 따라서, 그동안의 추가조정을 이제 매수기회로 잡아야한다고 생각합니다.

2Q20 실적이 바닥

에치에프알의 2분기 실적은 매출액 220억 원(-44.4% y-y), 영업적자 -75억 원(적자전환 y-y)으로 부진하였다. 실적부진의 주요 원인은 2Q19대비 감소한 국내 및 해외수주였다. 국내를 포함한 글로벌 5G 투자 스케줄이 COVID-19 확산으로 인해 계속해서 지연되었기 때문이다. 3분기에도 COVID-19로 인한 비우호적인 영업환경은 지속될 전망이다. 국내 및 해외 수주흐름이 개선되면서 2Q20이 2020년 분기 실적 기준 저점일 것으로 예상된다.

해외사업은 오히려 그림이 커지고 있다

에치에프알의 해외 5G 시장진입에 대한 그림은 여전히 유효하다. Verizon향 Fronthaul 장비는 초도물량 공급이 시작되었고, AT&T는 현재 Field Trial 마무리 단계에 진입하였다. 그리고 최근에는 미국 통신시장의 신규 통신사업자(기존 케이블사업자)향 Radio 장비를 수주했다. 이는 고객사와 장비 포트폴리오 확대가 동시에 이루어진 긍정적인 변화라고 생각한다. 이 외에 동남아(말레이시아, 베트남 등), 남아프리카 지역에서의 통신장비 판매계약이 진행되고 있어 해외사업의 그림은 계속해서 커지고 있다고 생각한다. 이를 반영했을 때, 에치에프알의 해외 매출액은 2020년 274억 원에서 2021년 1,720억 원 수준으로 크게 증가할 것으로 추정한다.

최근 추가조정 과도하다고 판단: 이제는 매수해야 할 시점

당사는 COVID-19로 인한 글로벌 5G 투자스케줄 지연을 반영하여 에치에프알의 2020년 실적을 매출액 1,502억 원(-4.1% y-y), 영업이익 17억 원(-25.3% y-y)으로 하향조정한다. 하지만, Verizon 초도 수주가 시작된 현 시점부터는 2021년 글로벌 5G 시장진출에 더 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 미국의 경우 2021년부터는 mmWave와 Sub-6 투자 Cycle이 중첩되고, 당사는 신규 고객 및 장비공급 레퍼런스를 확보했기 때문에 그 기대감이 더 커지는 국면이다. 따라서 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 50,000원으로 상향한다.

## 투자이견 Buy 유지, 목표주가 50,000 원으로 상향

에치에프알은 COVID-19 확산으로 인해 주요 고객사 투자스케줄이 지연됐지만, Verizon향 초도물량 공급을 시작으로 수주흐름 개선세가 본격화될 것으로 예상된다. 더불어, 북미 케이블사업자향 Radio 장비 공급은 고객 및 장비공급 레퍼런스 확대를 의미하기 때문에 매우 긍정적인 변화라고 생각한다.

동사는 동남아시아 지역에서도 Fronthaul 장비 매출이 발생할 것으로 예상된다. 동사는 KUBTel(KUB Telekomunikasi Sdn Bhd: KUB Malaysia Berhad의 자회사)의 지분 49%(현재 지분을 40%, 옵션행사 후 최종 지분을 49%)를 확보하였다. KUBTel의 주요 고객사는 Nokia, ZTE, Huawei이며, 향후 에치에프알의 Fronthaul 제품을 현지생산 및 판매할 계획이다. 더불어, Private 5G Platform을 현지화하여, Petronas, Sim Darby Berhad 등과 같은 말레이시아 대기업에 Private 5G Solution을 제공할 계획이다.

위와 같은 1) 해외 고객사 확대, 2) 장비공급 레퍼런스 다변화를 감안 시, 현 시점부터는 에치에프알의 2020년 실적부진보다는 2021년 해외사업 성장 잠재력에 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다. 따라서, 목표주가에 2021년 예상 순이익을 반영하여 투자이견 Buy를 유지하고, 목표주가는 50,000원으로 상향한다.

[표1] 에치에프알 목표주가 상향조정

	(단위: 십억 원)	주식
1) 에치에프알 2021F 순이익	32.1	
2) Target PER multiple (배)	18.7	
3) Target 시가총액	601.2	
4) 주식수 (주)	11,982,020	
5) 적정주가 (원)	50,171	
6) Upside	46.9%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에치에프알 연간실적 추정

(단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F
매출액	156.7	150.2	294.1
무선 Access 장비	82.8	60.6	203.4
- 국내 Fronthaul	60.4	33.2	31.4
- 해외 Fronthaul + 중계기	22.4	27.4	172.0
유선 Access 장비	73.8	89.6	90.7
영업이익	2.2	1.7	39.7
영업이익률	1.4%	1.1%	13.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

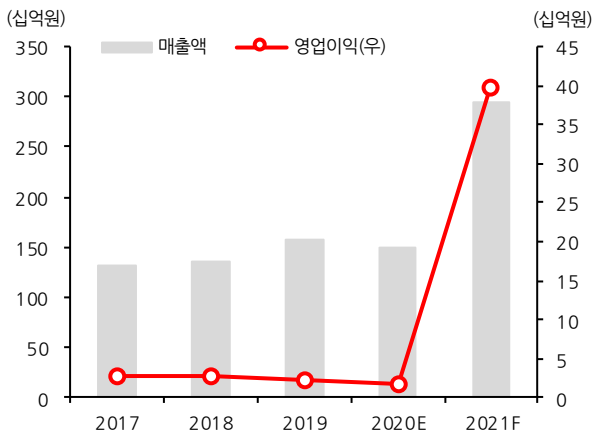
[표3] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F
<b>매출액</b>	156.7	150.2	294.1	16.0	39.5	46.2	54.9	10.0	22.0	47.7	70.6
무선 Access 장비	82.8	60.6	203.4	8.6	26.8	29.5	17.9	4.5	8.0	16.6	31.6
- 국내 Fronthaul	60.4	33.2	31.4	2.5	21.5	26.1	10.3	2.4	5.0	6.8	19.1
- 해외 Fronthaul + 중계기	22.4	27.4	172.0	6.1	5.3	3.4	7.6	2.1	3.0	9.8	12.6
유선 Access 장비	73.8	89.6	90.7	7.5	12.6	16.7	37.0	5.5	14.0	31.1	39.0
<b>영업이익</b>	2.2	1.7	39.7	-5.0	2.4	4.0	0.8	-5.8	-7.5	3.6	11.4
<b>영업이익률</b>	1.4%	1.1%	13.5%	-31.0%	6.1%	8.7%	1.4%	-58.4%	-34.4%	7.5%	16.2%

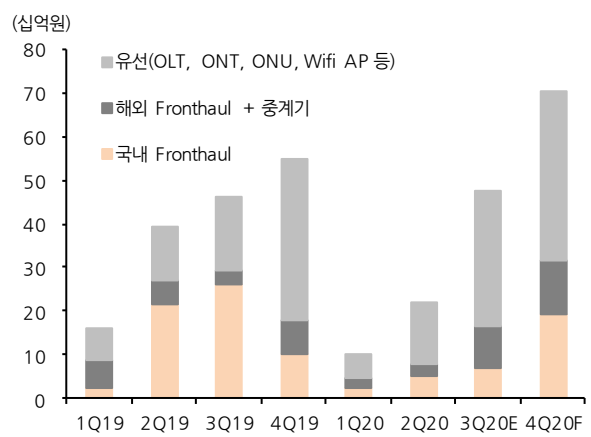
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에치에프알 2021년 고성장 예상



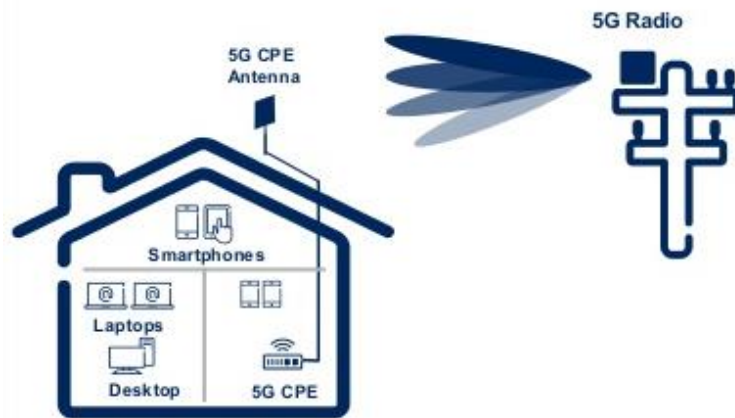
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에치에프알 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 5G FWA(Fixed Wireless Access) 구조



자료: Ericsson

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	131	135	157	150	294
매출총이익	18	21	24	24	63
영업이익	3	3	2	2	40
EBITDA	5	7	7	7	45
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-2	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	0	1	2	40
당기순이익	3	1	0	1	32
지배주주순이익	3	0	1	2	32
<b>증가율(%)</b>					
매출액	16.5	3.2	16.1	-4.1	95.8
영업이익	-61.6	1.9	-21.9	-25.3	2,270.7
EBITDA	-44.7	25.8	-3.7	3.3	563.4
순이익	-59.0	-81.6	-26.9	154.5	2,850.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	13.9	15.4	15.1	16.1	21.6
영업이익률	2.2	2.1	1.4	1.1	13.5
EBITDA 이익률	4.1	5.0	4.2	4.5	15.3
세전이익률	1.8	0.3	0.9	1.0	13.6
순이익률	2.4	0.4	0.3	0.7	10.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업현금흐름</b>	-2	-3	13	5	30
당기순이익	3	1	0	1	32
자산상각비	3	4	4	5	5
운전자본증감	-6	-12	5	-1	-8
매출채권 감소(증가)	1	-7	16	3	-12
재고자산 감소(증가)	-1	-8	-4	-4	-3
매입채무 증가(감소)	-8	3	-9	4	7
<b>투자현금흐름</b>	-4	4	-13	-35	-7
유형자산처분(취득)	-1	-2	-8	-3	-2
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-5	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-2	9	1	-1	0
<b>재무현금흐름</b>	-1	14	15	15	3
차입금의 증가(감소)	-1	0	17	15	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	5	10	9	7	38
(-)운전자본증가(감소)	8	6	-3	0	8
(-)설비투자	1	2	8	3	2
(+)자산매각	-3	-3	-4	-3	-3
Free Cash Flow	-7	-1	0	1	25
(-)기타투자	-4	6	0	29	2
잉여현금	-3	-7	0	-29	23
<b>NOPLAT</b>	2	2	1	1	31
(+) Dep	3	4	4	5	5
(-)운전자본투자	8	6	-3	0	8
(-)Capex	1	2	8	3	2
OpFCF	-4	-2	1	3	26

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	78	102	103	91	130
현금성자산	9	22	35	22	45
매출채권	44	51	35	32	44
재고자산	19	26	31	34	37
<b>비유동자산</b>	25	27	34	63	65
투자자산	9	10	10	38	40
유형자산	4	5	12	14	14
무형자산	12	12	12	11	11
<b>자산총계</b>	103	128	137	155	194
<b>유동부채</b>	38	40	42	58	66
매입채무	20	24	16	19	26
유동성이자부채	14	11	21	36	36
<b>비유동부채</b>	11	8	13	13	13
비유동이자부채	5	3	8	7	7
<b>부채총계</b>	49	48	55	71	79
자본금	3	6	6	6	6
자본잉여금	2	23	24	24	24
이익잉여금	46	46	47	49	81
자본조정	1	4	4	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	54	80	82	83	115

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,103	151	87	128	2,683
BPS	34,132	6,728	6,813	6,941	9,624
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,387	3,484	731	570	3,139
ROA(%)	3.1	0.4	0.8	1.1	18.4
ROE(%)	6.4	0.7	1.3	1.9	32.4
ROIC(%)	3.7	3.2	0.9	1.6	39.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	5.0	75.2	338.4	266.3	12.7
PBR	0.3	1.7	4.3	4.9	3.5
PSR	0.1	0.2	2.2	2.7	1.4
PCR	3.1	3.3	40.2	60.0	10.9
EV/EBITDA	4.7	18.5	52.7	63.5	9.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	90.8	60.2	67.1	85.7	68.5
Net debt/Equity	18.1	-9.7	-7.9	25.8	-1.3
Net debt/EBITDA	180.4	-113.5	-98.8	317.1	-3.4
유동비율	203.3	252.4	244.1	156.1	196.8
이자보상배율(배)	8.0	6.7	5.5	2.6	93.9
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	76.3	69.3	62.0	55.2	49.2
현금+투자자산	23.7	30.7	38.0	44.8	50.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	26.3	15.3	26.0	34.5	27.5
자기자본	73.7	84.7	74.0	65.5	72.5

[ Compliance Notice ]

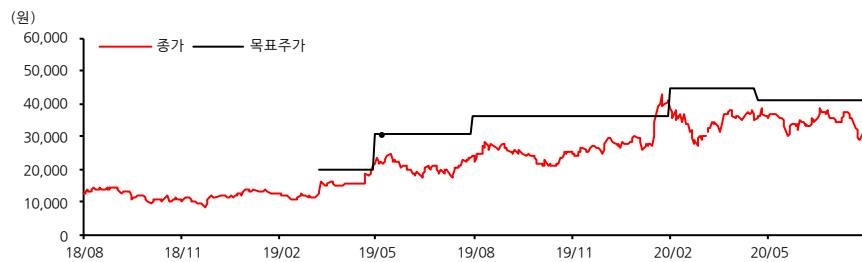
(공표일: 2020년 8월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련된 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최준영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 에치에프알 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자이전 변동 내역 ]

일 시	2019.04.03	2019.04.03	2019.05.17	2019.05.27	2019.05.31	2019.06.24
투자이전	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	최준영	4,000	4,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2019.07.15	2019.08.26	2019.09.02	2019.09.18	2019.09.20	2019.11.04
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	36,500	36,500	36,500	36,500	36,500
일 시	2020.01.13	2020.01.29	2020.02.26	2020.04.03	2020.05.18	2020.08.26
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,500	36,500	45,000	45,000	41,000	50,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.03	Buy	20,000	-20.01	5.00
2019.05.27	Buy	31,000	-32.83	-20.81
2019.08.26	Buy	36,500	-26.58	17.12
2020.02.26	Buy	45,000	-23.37	-14.67
2020.05.18	Buy	41,000	-14.47	-5.61
2020.08.26	Buy	50,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자이전 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%