



에치에프알 (230240)

유상증자 Comment: 부정보다 긍정에 집중

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 50,000원

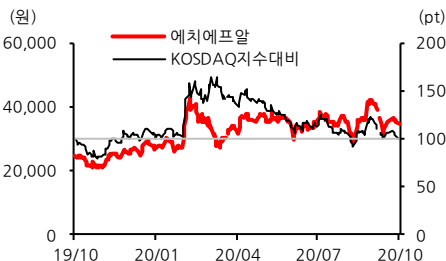
현재 주가(10/13)	31,500원
상승여력	▲58.7%
시가총액	3,774억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	42,750 / 21,200원
90 일 일평균 거래대금	198.79억원
외국인 지분율	1.8%
주주 구성	
정종민 (외 3 인)	34.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-26.0	-12.0	-0.3	25.7
상대수익률(KOSDAQ)	-24.1	-23.6	-46.4	-12.0

(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	245.7	11.7
PBR	1.7	4.3	4.5	3.3
EV/EBITDA	18.5	52.7	58.8	8.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.7	1.3	1.9	32.4

주가 추이



에치에프알이 256 억 원 규모의 유상증자를 발표하였습니다. 자금조달 목적의 세부내용에 내재된 부정적인 요소로 인해 주가가 급락하였으나, 당사는 앞으로 기대되는 성장 모멘텀을 감안했을 때 주가하락이 과도하다고 생각합니다.

256억 원 규모 유상증자 결정

에치에프알은 10월 13일 256억 원 규모의 유상증자를 발표하였다. 자금조달의 목적은 1) 시설자금 150억 원, 2) 운영자금 36억 원, 3) 채무상환자금 70억 원으로 공시하였다. 시설자금의 경우 동사가 판교에 분양 받은 신규 R&D센터 관련 금액으로 파악된다. 운영자금의 경우 4 분기부터 시작될 국내 및 해외 5G 관련 수주에 대비하여 자재 매입 비용을 위해 투입될 것으로 예상된다.

재무구조 개선, 4분기부터 시작될 해외 수주에 집중

에치에프알의 신규 R&D센터를 위한 150억 원 자금조달은 투자자 입장에서 불편할 수 있는 이슈다. 하지만 70억 원 가량의 채무상환을 통해 재무구조를 개선할 예정이고, 본격적으로 시작될 해외 5G 투자 관련 수주를 대비하여 자재 매입비용을 준비했다는 점도 긍정적으로 고려해야할 부분이라고 생각한다. 즉, 이번 유상증자의 부정적인 면보다 앞으로 기대되는 성장모멘텀에 집중하는 것이 바람직하다고 생각한다.

해외 5G 투자 Cycle 수혜에 대한 그림은 문제없다

이번 유상증자로 인해 동사의 주가는 10월 13일 종가 기준 전일대비 9.09% 하락하였다. 이는 유상증자의 세부내용에 긍정적인 부분과 부정적인 부분이 공존하기 때문에 투자자들의 혼란스러움이 주가에 반영된 것이라고 생각한다. 당사는 유상증자가 주주 가치를 약 7% 희석시킨다는 점이 아쉽지만, 1) 재무구조 개선과 2) 4분기부터 본격적으로 시작될 해외수주 및 실적 개선을 감안하면, 주가 하락폭은 과도하다고 생각한다. 당사가 2020년 9월 28일에 발간한 자료에서 언급했듯이, 에치에프알은 고객사와 제품 포트폴리오가 동시에 확대되고 있다. 유상증자의 부정적인 면보다는, 재무구조 개선과 2021년 성장 모멘텀에 초점을 맞추는 것이 바람직하다고 생각한다. 따라서, Panic selling으로 인한 주가 하락을 매수기회로 잡을 것을 추천한다.

투자이견 Buy 유지, 목표주가 50,000 원 유지

[표1] 에치에프알 목표주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	내용	비고
1) 에치에프알 2021F 순이익	32.1	
2) Target PER multiple (배)	18.7	Peer 평균에 30% 프리미엄 반영
3) Target 시가총액	601.2	
4) 주식수 (주)	11,982,020	
5) 적정주가 (원)	50,171	
6) Upside	59.3%	

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

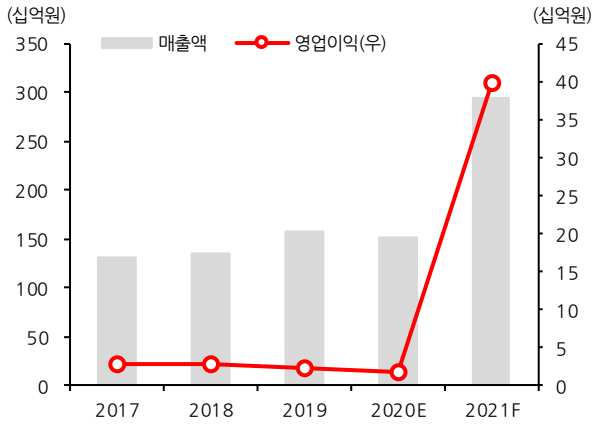
[표3] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F
매출액	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
영업이익	2.2	1.7	39.7	-5.0	2.4	4.0	0.8	-5.8	-7.5	3.6	11.4
영업이익률	1.4%	1.1%	13.5%	-31.0%	6.1%	8.7%	1.4%	-58.4%	-34.4%	7.5%	16.2%

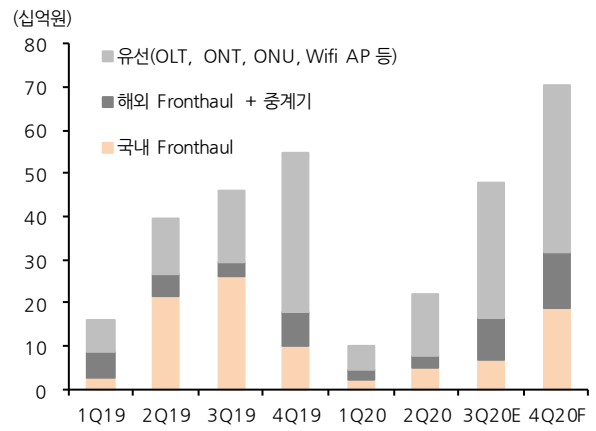
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에치에프알 2021년 고성장 예상



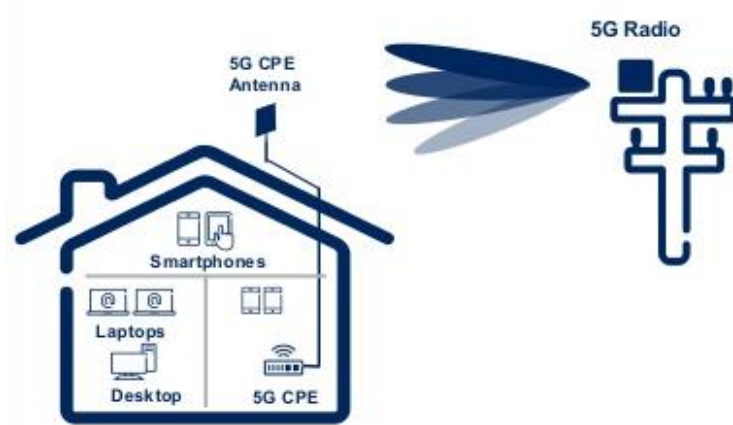
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에치에프알 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

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



자료: Ericsson, 한화투자증권 리서치센터

[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
증가율(%)					
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
이익률(%)					
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
영업현금흐름	-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
투자현금흐름	-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
재무현금흐름	-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
총현금흐름	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
NOPLAT	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
유동자산	78	102	103	91	130
현금성자산	9	22	35	22	45
매출채권	44	51	35	32	44
재고자산	19	26	31	34	37
비유동자산	25	27	34	63	65
투자자산	9	10	10	38	40
유형자산	4	5	12	14	14
무형자산	12	12	12	11	11
자산총계	103	128	137	155	194
유동부채	38	40	42	58	66
매입채무	20	24	16	19	26
유동성이자부채	14	11	21	36	36
비유동부채	11	8	13	13	13
비유동이자부채	5	3	8	7	7
부채총계	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
자본총계	54	80	82	83	115

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
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
Multiples(x, %)					
PER	5.0	75.2	338.4	245.7	11.7
PBR	0.3	1.7	4.3	4.5	3.3
PSR	0.1	0.2	2.2	2.5	1.3
PCR	3.1	3.3	40.2	55.3	10.0
EV/EBITDA	4.7	18.5	52.7	58.8	8.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
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
자산구조(%)					
투자자본	76.3	69.3	62.0	55.2	49.2
현금+투자자산	23.7	30.7	38.0	44.8	50.8
자본구조(%)					
차입금	26.3	15.3	26.0	34.5	27.5
자기자본	73.7	84.7	74.0	65.5	72.5

[Compliance Notice]

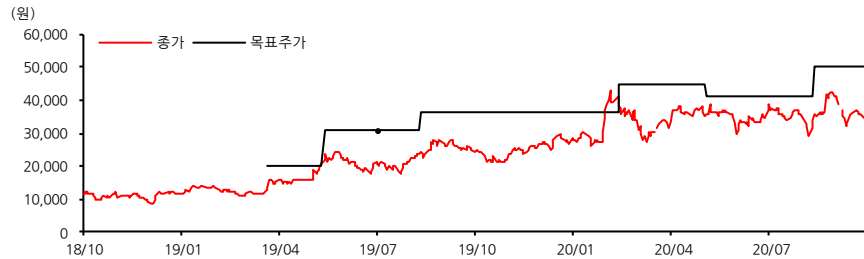
(공표일: 2020년 10월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 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]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.04.03	2019.04.03	2019.05.17	2019.05.27	2019.05.31	2019.06.24
투자의견	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
투자의견	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
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,500	36,500	45,000	45,000	41,000	50,000
일 시	2020.09.04	2020.09.25	2020.10.14			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	50,000	50,000	50,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 9월 30일)

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