

# 에치에프알 (230240)

## 엔텔스 인수결정, 절호의 매수기회

### 엔텔스 최대주주 지분 19.43% 양수 결정

에치에프알은 1월 10일 엔텔스의 최대주주 지분 19.43%에 대하여 265억원에 인수할 것을 밝혔다. 5G 통신 산업 내 시장경쟁력 강화를 위한 목적으로 3월 24일 양수 완료 예정이다. 한편, 엔텔스는 2000년 SKT 사내벤처팀에서 분사되어 통신서비스의 가입 및 개통, 고객관리, 데이터 추출 및 과금/조회, 서비스 품질관리 등의 서비스를 제공하는 업체이다. 국내 이통3사 및 삼성전자, 노키아 등 글로벌 네트워크장비사를 주요 고객사로 국내 점유율 1위 통신 솔루션 업체이다.

### 에치에프알, 엔텔스 양사에 절대적으로 긍정적 시너지 기대

에치에프알은 HW/SW를 아우르는 네트워크 장비사로 거듭날 전망이다. 엔텔스는 기존 영국, 싱가포르, 말레이시아 등에 서비스 경험을 바탕으로 해외 진출이 본격화 될 것으로 기대된다. CBRS 대역대에 네트워크 장비 제공 이후 서비스단에서 솔루션제공을 위해 엔텔스 인수결정을 내린 것으로 파악되며, 이는 역으로 장비수주 공고화가 임박했음을 의미한다. 한편, 예상되는 2가지 우려는 기우라고 판단되며 적극적으로 비중 확대할 시점이다. 1) 결제대금은 간접금융시장을 통해 차입(2%대 금리)할 예정으로 자금조달 이슈는 없다. 2) 인수가격. 엔텔스는 과거 LTE 서비스가 본격화되는 시점 실적 및 주가가 크게 턴어라운드했으며, 서비스 본격화를 앞둔 점과 경영권 프리미엄을 고려할 때 결코 비싼 가격이 아니다. 양사 모두 SKT에서 분사한 회사로 주요 고객사의 의사가 일부 반영된 것으로 예상되며, 이는 고객사내 에치에프알의 입지가 더욱 공고해졌음을 의미한다.

### 5G 차기 대장주로 비중 확대 유효

에치에프알은 사실상 2020년 해외 모멘텀 및 국내 중계기 투자의 수혜가 가장 큰 5G 장비주로 파악된다. 주요 근거로는 1) 미국 CBRS 대역 관련 수주 공고화가 얼마 남지 않았으며, 2) 도쿄올림픽을 앞두고 설날 이후 일본의 5G 투자가 본격화 될 것으로 예상된다. 에치에프알은 SI업체를 통해 일본 통신 4사에 납품 중으로 최대 수혜주이다. 3) 국내 중계기 투자는 이제 본격화되는 시점으로 실적 성장 및 다수 모멘텀을 보유해 적극적인 비중확대를 추천한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 35,000원 | CP(1월 10일): 26,800원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	673.03
52주 최고/최저(원)	29,800/10,750
시가총액(십억원)	321.1
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	11,982.0
60일 평균 거래량(천주)	347.2
60일 평균 거래대금(십억원)	8.7
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.61
주요주주 지분율(%)	
정종민 외 2인	34.40
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.9 44.5 136.1
상대	(1.3) 43.2 139.7

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	177.8	276.9
영업이익(십억원)	14.8	37.6
순이익(십억원)	11.3	31.6
EPS(원)	969	2,574
BPS(원)	7,284	9,861

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	130.8	135.0	181.5	239.0	270.0
영업이익	십억원	2.8	2.9	17.2	33.5	37.8
세전이익	십억원	2.3	0.4	17.4	33.4	37.9
순이익	십억원	3.2	(0.9)	14.1	32.9	36.7
EPS	원	256	(74)	1,105	2,567	2,864
증감률	%	(55.7)	적전	흑전	132.3	11.6
PER	배	38.93	N/A	26.61	10.44	9.36
PBR	배	2.41	1.80	4.02	2.71	2.10
EV/EBITDA	배	5.08	18.59	17.02	8.37	6.90
ROE	%	6.43	(1.43)	16.33	29.95	25.37
BPS	원	4,136	6,303	7,305	9,872	12,736
DPS	원	21	0	0	0	0



Analyst 김아영  
02-3771-3452  
aykim0515@hanafn.com



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두연  
02-3771-8542  
doohyun@hanafn.com

표 1. 에치에프알의 엔텔스 양수정보 내용

양수내역	양수주식수(수)	1,340,446
	양수금액(원)	26,500,000,000
	총자산(원)	128,087,701,239
	총자산대비(%)	20.69
	자기자본(원)	79,937,987,407
	자기자본대비(%)	33.15
양수 후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	1,340,446
	지분비율(%)	19.43
양수목적	사업영역 확대에 의한 5G통신산업내 시장경쟁력 강화	
양수예정일자	2020.03.24	
거래대금지급	지급방법	현금
	매매대금 및 지급일자	매매대금: 26,500,000,000원 계약금: 2,000,000,000원(2020년 1월 10일) 잔금: 24,500,000,000원(계약종결일)

자료: 에치에프알, 하나금융투자

표 2. 엔텔스 주요 사업 영역

5G 스마트 네트워크	IoT	고객관리&빌링
5G-Enabled 트래픽/가입자 관리 솔루션 5G 과금 관리 솔루션 SDN/NFV & Orchestration IoT Connectivity 솔루션 Network Visibility 솔루션	IoT 플랫폼 스마트 시티 솔루션 스마트 빌딩 관리 솔루션 스마트 홈 솔루션 산업 안전 솔루션 디지털 사이니지 솔루션 에너지 관리 솔루션	사업자 수익 관리 솔루션 CRM 맞춤형 빌딩 솔루션 Utility 통합 운영 솔루션 빅데이터 분석 솔루션

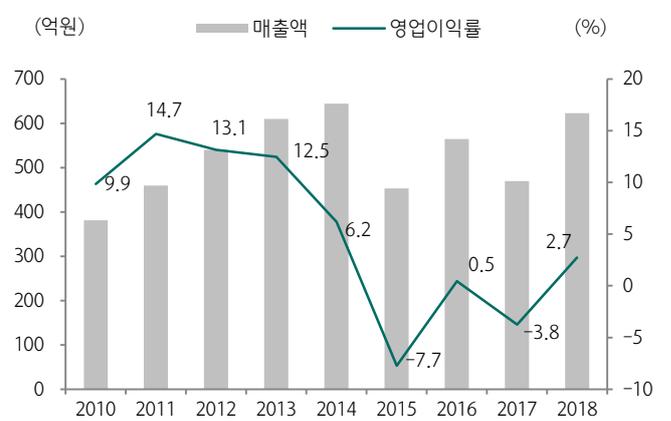
자료: 엔텔스, 하나금융투자

그림 1. 엔텔스 주가 추이



자료: 엔텔스, 하나금융투자

그림 2. 엔텔스 실적 추이



자료: 엔텔스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	130.8	135.0	181.5	239.0	270.0
매출원가	112.6	114.2	140.7	174.9	197.4
매출총이익	18.2	20.8	40.8	64.1	72.6
판매비	15.4	17.9	23.6	30.6	34.7
영업이익	2.8	2.9	17.2	33.5	37.8
금융손익	(0.1)	(0.2)	0.2	(0.1)	0.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.4)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	2.3	0.4	17.4	33.4	37.9
법인세	(0.8)	1.2	5.5	5.7	7.0
계속사업이익	3.1	(0.8)	11.9	27.7	30.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.1	(0.8)	11.9	27.7	30.9
비지배주주지분 손이익	(0.1)	0.1	(2.2)	(5.1)	(5.7)
지배주주순이익	3.2	(0.9)	14.1	32.9	36.7
지배주주지분포괄이익	4.2	4.0	11.5	26.8	29.9
NOPAT	3.8	(5.9)	11.8	27.8	30.8
EBITDA	5.4	6.8	20.3	35.9	39.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	16.5	3.2	34.4	31.7	13.0
NOPAT증가율	(44.1)	적전	흑전	135.6	10.8
EBITDA증가율	(44.9)	25.9	198.5	76.8	10.6
영업이익증가율	(61.6)	3.6	493.1	94.8	12.8
(지배주주)순이익증가율	(55.6)	적전	흑전	133.3	11.6
EPS증가율	(55.7)	적전	흑전	132.3	11.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	13.9	15.4	22.5	26.8	26.9
EBITDA이익률	4.1	5.0	11.2	15.0	14.7
영업이익률	2.1	2.1	9.5	14.0	14.0
계속사업이익률	2.4	(0.6)	6.6	11.6	11.4
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	256	(74)	1,105	2,567	2,864
BPS	4,136	6,303	7,305	9,872	12,736
CFPS	413	788	1,615	2,804	3,100
EBITDAPS	432	540	1,591	2,804	3,100
SPS	10,430	10,706	14,221	18,656	21,076
DPS	21	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	38.9	N/A	26.6	10.4	9.4
PBR	2.4	1.8	4.0	2.7	2.1
PCFR	24.2	14.4	18.2	9.6	8.6
EV/EBITDA	5.1	18.6	17.0	8.4	6.9
PSR	1.0	1.1	2.1	1.4	1.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.4	(1.4)	16.3	30.0	25.4
ROA	3.1	(0.8)	10.1	19.1	17.3
ROIC	7.1	(9.4)	15.7	30.3	29.0
부채비율	90.8	60.2	64.9	61.6	54.0
순부채비율	18.1	(9.6)	(5.6)	(11.4)	(23.1)
이자보상배율(배)	8.0	6.7	47.1	91.5	103.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	77.5	101.5	126.3	168.7	208.0
금융자산	9.4	22.1	19.6	28.1	49.2
현금성자산	4.8	20.1	16.9	24.5	45.2
매출채권 등	44.3	51.4	69.1	90.9	102.7
재고자산	19.2	26.3	35.3	46.5	52.6
기타유동자산	4.6	1.7	2.3	3.2	3.5
<b>비유동자산</b>	25.4	26.6	25.1	24.6	23.8
투자자산	5.6	6.2	7.8	9.8	10.8
금융자산	5.6	4.6	6.2	8.2	9.3
유형자산	3.9	5.1	4.5	4.1	3.7
무형자산	12.2	11.9	9.3	7.3	5.8
기타비유동자산	3.7	3.4	3.5	3.4	3.5
<b>자산총계</b>	102.9	128.1	151.4	193.3	231.8
<b>유동부채</b>	38.1	40.2	50.1	62.3	68.9
금융부채	14.0	11.0	11.0	11.0	11.0
매입채무 등	21.5	25.9	34.9	45.9	51.9
기타유동부채	2.6	3.3	4.2	5.4	6.0
<b>비유동부채</b>	10.8	7.9	9.5	11.4	12.4
금융부채	5.3	3.4	3.4	3.4	3.4
기타비유동부채	5.5	4.5	6.1	8.0	9.0
<b>부채총계</b>	49.0	48.1	59.6	73.7	81.3
<b>지배주주지분</b>	52.1	79.2	93.3	126.3	162.9
자본금	2.5	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	2.5	22.6	22.6	22.6	22.6
자본조정	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	1.1	6.2	6.2	6.2	6.2
이익잉여금	46.0	44.8	58.9	91.8	128.4
<b>비지배주주지분</b>	1.8	0.7	(1.5)	(6.7)	(12.4)
<b>자본총계</b>	53.9	79.9	91.8	119.6	150.5
순금융부채	9.8	(7.7)	(5.2)	(13.6)	(34.8)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	(1.8)	(3.3)	(0.9)	10.5	22.2
당기순이익	3.1	(0.8)	11.9	27.7	30.9
조정	1.5	9.7	3.1	2.5	1.9
감가상각비	2.6	3.9	3.1	2.4	1.9
외환거래손익	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.7)	5.7	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(6.4)	(12.2)	(15.9)	(19.7)	(10.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	(3.5)	4.4	(2.3)	(2.8)	(1.5)
투자자산감소(증가)	(1.5)	(0.6)	(1.6)	(2.0)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(0.7)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.3)	6.8	(0.7)	(0.8)	(0.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	(0.8)	14.2	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(1.5)	(4.8)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.4	23.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.6	(4.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	(9.6)	15.3	(3.2)	7.6	20.7
Unlevered CFO	5.2	9.9	20.6	35.9	39.7
Free Cash Flow	(2.6)	(5.2)	(0.9)	10.5	22.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에치에프알



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.15	BUY	35,000		
19.5.15				-

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	89.4%	10.6%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 01월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김아영)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 01월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김아영)는 2020년 01월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.