

# 에치에프알 (230240)

## 4분기 실적은 아쉽지만 방향성은 변함없다

**투자 의견 'BUY', 목표주가 57,700원 유지**

에치에프알에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 57,700원을 유지한다. 4분기 실적은 추정치를 하회했으나 에치에프알은 글로벌 5G 투자 본격화에 따른 수혜가 가장 큰 업체라는 점에는 변함이 없어 목표주가를 유지한다. 후지쯔는 2/26 기사를 통해 버라이즌에 최종 벤더로 선정되었음을 밝혔다. 에치에프알은 후지쯔를 통해 버라이즌에 5G 프론트홀 장비를 공급할 예정으로, LTE 당시보다 에치에프알의 C-RAN 방식을 도입하는 비중이 높아진 점, 기존에 멀티 벤더에서 상당히 유리한 위치에서 진입하는 점을 고려할 때 에치에프알의 성장성은 매우 크다.

### 19.4Q Review: 매출액 556억원, 영업이익 29억원 시현

2019년 4분기 실적은 매출액 556억원(+0.7%, YoY)과 영업이익 29억원(-54.0%, YoY)을 시현했다. 매출액 하락의 주된 원인으로서는 4분기 SKT의 Capex 투자 축소에 따라 5G 프론트홀 장비(2019년 3분기 누적 501억원 → 4분기 56억원) 및 유선장비 투자 축소(4분기 예상 545억원→실제 388억원)가 가장 컸다. 또한, 자회사 적자 지속(약 32억원) 및 북미시장 진출을 위한 R&D 비용 증가로 이익단에서 하락이 두드러졌다. 다만, 실적 우려에도 불구하고 5G 중계기향 매출 약 70억원이 신규로 발생해 인빌딩중계기 투자가 본격화시점에 놓여있다는 점과 해외진출을 위한 일회성 비용이 발생했다는 점 등을 고려해 실적 우려보다는 2020년에는 방향성에 집중함이 옳다.

### 방향성은 변함이 없다

2020년 실적은 매출액 4,065억원(+158.5%, YoY), 영업이익 459억원(+5.0%, YoY)으로 전망한다. 후지쯔 법인은 버라이즌향으로 5G 프론트홀 장비 선정에 확정되었음을 밝히며 에치에프알과 함께 기술개발에 참여했음을 밝혔다. 또한, 일본향 인빌딩중계기부품 신규 고객 확보 및 도쿄올림픽을 앞둔 수주가 예상되는 점, 하반기 CBRS 대역 진출 및 미국 5G 투자가 본격화를 앞둔 점 등을 고려할 때 해외향 매출 상승 잠재력을 충분히 보유해 현 주가는 과도하지 않다 판단된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 57,700원 | CP(2월 26일): 38,400원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	654.63
52주 최고/최저(원)	42,750/10,750
시가총액(십억원)	460.1
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	11,982.0
60일 평균 거래량(천주)	599.4
60일 평균 거래대금(십억원)	19.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.92
주요주주 지분율(%)	
정종민 외 2인	34.40
한국증권금융	5.03
주가상승률	1M 6M 12M
절대	27.4 57.7 209.1
상대	33.4 40.4 252.7

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	176.4	320.2
영업이익(십억원)	12.3	40.2
순이익(십억원)	9.9	33.6
EPS(원)	844	2,644
BPS(원)	7,011	9,767

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	130.8	135.0	157.3	406.5	659.6
영업이익	십억원	2.8	2.9	4.4	45.9	78.7
세전이익	십억원	2.3	0.4	4.3	45.3	80.2
순이익	십억원	3.2	(0.9)	4.1	37.6	64.5
EPS	원	256	(74)	322	2,932	5,034
증감률	%	(55.7)	적전	흑전	810.6	71.7
PER	배	38.93	N/A	91.42	13.10	7.63
PBR	배	2.41	1.80	4.51	4.06	2.65
EV/EBITDA	배	5.08	18.59	46.41	7.51	3.16
ROE	%	6.43	(1.43)	5.05	36.77	42.10
BPS	원	4,136	6,303	6,525	9,457	14,492
DPS	원	21	0	0	0	0



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



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



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

**19.4Q Review: 매출액 556억원, 영업이익 29억원 시현**

2019년 4분기 실적은 매출액 556억원(+0.7%, YoY)과 영업이익 29억원(-54.0%, YoY)을 시현했다. 4분기 SKT의 Capex 투자 축소에 따라 5G 프론트홀 장비(2019년 3분기 누적 501억원 → 4분기 56억원) 및 유선장비 투자 축소(4분기 예상 545억원 → 실제 388억원)가 가장 컸다. 또한, 자회사 적자 지속 (약 32억원) 및 북미시장 진출을 위한 R&D 비용 증가로 이익단에서 하락이 두드러졌다. 다만, 실적 우려에도 불구하고 5G 중계기향 매출이 약 70억원 신규로 발생해 인빌딩중계기 투자가 본격화시점에 놓여있다는 점과 해외진출을 위한 일회성 비용 발생 등으로 실적 우려보다는 2020년 방향성에 집중함이 옳다.

표 1. 에치에프알 실적 추정

단위: 십억원

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	16.0	39.5	46.2	55.6	49.8	80.8	97.9	177.9	135.0	157.3	406.5
YoY	48.6%	1.8%	52.7%	-0.7%	210.5%	104.9%	111.8%	220.0%	3.2%	16.5%	158.4%
<b>영업이익</b>	-5.0	2.4	4.0	2.9	3.7	6.9	10.3	24.9	2.9	4.4	45.9
OPM	-31.0%	6.1%	8.7%	5.2%	7.5%	8.6%	10.5%	14.0%	2.1%	2.8%	11.3%
<b>당기순이익</b>	-4.3	2.1	4.1	2.3	3.0	5.7	8.4	20.4	-0.8	4.1	37.6
NPM	-27.0%	5.2%	8.8%	4.1%	6.1%	7.0%	8.6%	11.5%	-0.6%	2.6%	9.3%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>130.8</b>	<b>135.0</b>	<b>157.3</b>	<b>406.5</b>	<b>659.6</b>
매출원가	112.6	114.2	133.0	306.9	497.9
매출총이익	18.2	20.8	24.3	99.6	161.7
판매비	15.4	17.9	19.9	53.7	83.0
<b>영업이익</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>4.4</b>	<b>45.9</b>	<b>78.7</b>
금융손익	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.6)	1.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.4)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>2.3</b>	<b>0.4</b>	<b>4.3</b>	<b>45.3</b>	<b>80.2</b>
법인세	(0.8)	1.2	0.8	13.6	25.8
계속사업이익	3.1	(0.8)	3.5	31.7	54.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>3.1</b>	<b>(0.8)</b>	<b>3.5</b>	<b>31.7</b>	<b>54.4</b>
비지배주주지분 손익	(0.1)	0.1	(0.6)	(5.9)	(10.1)
<b>지배주주순이익</b>	<b>3.2</b>	<b>(0.9)</b>	<b>4.1</b>	<b>37.6</b>	<b>64.5</b>
지배주주지분포괄이익	4.2	4.0	3.4	30.7	52.6
NOPAT	3.8	(5.9)	3.5	32.1	53.4
EBITDA	5.4	6.8	7.5	49.0	82.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	16.5	3.2	16.5	158.4	62.3
NOPAT증가율	(44.1)	적전	흑전	817.1	66.4
EBITDA증가율	(44.9)	25.9	10.3	553.3	67.8
영업이익증가율	(61.6)	3.6	51.7	943.2	71.5
(지배주주)순이익증가율	(55.6)	적전	흑전	817.1	71.5
EPS증가율	(55.7)	적전	흑전	810.6	71.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	13.9	15.4	15.4	24.5	24.5
EBITDA이익률	4.1	5.0	4.8	12.1	12.5
영업이익률	2.1	2.1	2.8	11.3	11.9
계속사업이익률	2.4	(0.6)	2.2	7.8	8.2
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	256	(74)	322	2,932	5,034
BPS	4,136	6,303	6,525	9,457	14,492
CFPS	413	788	585	3,824	6,418
EBITDAPS	432	540	585	3,824	6,418
SPS	10,430	10,706	12,323	31,734	51,493
DPS	21	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	38.9	N/A	91.4	13.1	7.6
PBR	2.4	1.8	4.5	4.1	2.6
PCFR	24.2	14.4	50.3	10.0	6.0
EV/EBITDA	5.1	18.6	46.4	7.5	3.2
PSR	1.0	1.1	2.4	1.2	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.4	(1.4)	5.0	36.8	42.1
ROA	3.1	(0.8)	3.1	20.5	22.4
ROIC	7.1	(9.4)	5.0	61.4	402.3
부채비율	90.8	60.2	64.3	99.8	104.4
순부채비율	18.1	(9.6)	(7.0)	(75.2)	(109.0)
이자보상배율(배)	8.0	6.7	12.0	32.8	214.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>77.5</b>	<b>101.5</b>	<b>112.7</b>	<b>204.9</b>	<b>318.7</b>
금융자산	9.4	22.1	20.2	101.0	199.3
현금성자산	4.8	20.1	17.9	94.9	189.4
매출채권 등	44.3	51.4	59.9	69.4	80.5
재고자산	19.2	26.3	30.6	32.2	36.3
기타유동자산	4.6	1.7	2.0	2.3	2.6
<b>비유동자산</b>	<b>25.4</b>	<b>26.6</b>	<b>24.2</b>	<b>25.1</b>	<b>27.7</b>
투자자산	5.6	6.2	7.0	7.9	9.0
금융자산	5.6	4.6	5.4	6.3	7.5
유형자산	3.9	5.1	4.5	6.4	9.5
무형자산	12.2	11.9	9.3	7.3	5.8
기타비유동자산	3.7	3.4	3.4	3.5	3.4
<b>자산총계</b>	<b>102.9</b>	<b>128.1</b>	<b>137.0</b>	<b>229.9</b>	<b>346.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>38.1</b>	<b>40.2</b>	<b>45.0</b>	<b>97.8</b>	<b>151.5</b>
금융부채	14.0	11.0	11.0	11.1	11.1
매입채무 등	21.5	25.9	30.2	78.1	126.8
기타유동부채	2.6	3.3	3.8	8.6	13.6
<b>비유동부채</b>	<b>10.8</b>	<b>7.9</b>	<b>8.7</b>	<b>17.0</b>	<b>25.5</b>
금융부채	5.3	3.4	3.4	3.4	3.4
기타비유동부채	5.5	4.5	5.3	13.6	22.1
<b>부채총계</b>	<b>49.0</b>	<b>48.1</b>	<b>53.6</b>	<b>114.8</b>	<b>177.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>52.1</b>	<b>79.2</b>	<b>83.4</b>	<b>120.9</b>	<b>185.4</b>
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	48.9	86.4	150.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>1.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.0</b>	<b>(5.8)</b>	<b>(15.9)</b>
<b>자본총계</b>	<b>53.9</b>	<b>79.9</b>	<b>83.4</b>	<b>115.1</b>	<b>169.5</b>
순금융부채	9.8	(7.7)	(5.8)	(86.5)	(184.7)
<b>현금흐름표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>84.6</b>	<b>104.5</b>
당기순이익	3.1	(0.8)	3.5	31.7	54.4
조정	1.5	9.7	3.0	3.1	3.6
감가상각비	2.6	3.9	3.1	3.1	3.5
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	(0.1)	0.0	0.1
영업활동 변동	(6.4)	(12.2)	(7.6)	49.8	46.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(3.5)</b>	<b>4.4</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(7.7)</b>	<b>(9.9)</b>
투자자산감소(증가)	(1.5)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(0.7)	(1.8)	0.0	(3.0)	(5.0)
기타	(1.3)	6.8	(0.3)	(3.8)	(3.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(0.8)</b>	<b>14.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
금융부채증가(감소)	(1.5)	(4.8)	0.0	0.1	0.1
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>	<b>(9.6)</b>	<b>15.3</b>	<b>(2.2)</b>	<b>77.0</b>	<b>94.6</b>
Unlevered CFO	5.2	9.9	7.5	49.0	82.2
Free Cash Flow	(2.6)	(5.2)	(1.1)	81.6	99.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에치에프알



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.13	BUY	57,700		
19.8.15	BUY	35,000	-26.99%	-13.14%
19.5.15				-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 02월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)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 02월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2020년 02월 27일 현재 해당 회사의 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.