



에치에프알 (230240)

이제는 5G Total Solution 기업

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 36,500원

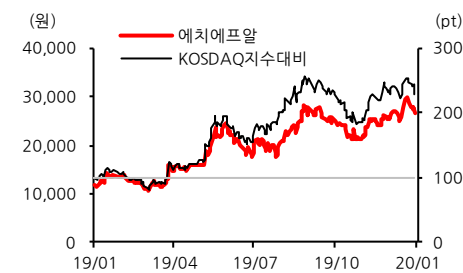
현재 주가(1/10)	26,800원
상승여력	▲36.2%
시가총액	3,211억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	29,800 / 10,750원
90 일 일평균 거래대금	85.95억원
외국인 지분율	0.6%
주주 구성	
정종민 (외 3 인)	34.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.9	5.5	44.5	136.1
상대수익률(KOSDAQ)	-1.4	-0.5	43.6	137.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	131	135	173	345
영업이익	3	3	13	46
EBITDA	5	7	18	51
지배주주순이익	3	-1	11	35
EPS	2,103	-328	916	2,938
순차입금	10	-8	-2	-21
PER	-	-	27.5	9.1
PBR	-	1.7	3.3	2.5
EV/EBITDA	-	18.5	17.2	5.9
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0
ROE	6.4	-1.4	12.8	32.1

주가 추이



에치에프알이 지난 1월 10일 엔텔스(069410)를 인수하였습니다. 당사는 이번 M&A를 통해 에치에프알이 5G Cycle에서 하드웨어/소프트웨어를 모두 공급할 수 있는 포트폴리오를 확보하여 Total solution 업체가 됐다고 생각합니다.

엔텔스 지분 19.43% 인수

에치에프알이 1월 10일 엔텔스의 최대주주 지분 19.43% 인수를 발표하였다. 계약금은 265억 원으로 주당 19,770원에 인수한 셈이다. 1월 10일 종가를 보았을 때에는 다소 Overpriced된 가격에 인수한 것처럼 보일 수 있으나, 엔텔스의 현 주가가 최대주주의 횡령 배임 혐의 리스크가 부각되면서 본업의 성장성과 무관하게 하락한 부분을 감안하여 인수가격을 책정한 것으로 파악된다.

엔텔스 인수의 의미: 포트폴리오 강화, Total Solution 확보

당사는 에치에프알이 엔텔스 인수를 통해 국내 및 해외 Private Network 시장에서 더 많은 사업기회를 누릴 수 있을 것으로 예상한다. 당사는 Private Network 관련 장비공급을 준비하고 있고, 그 과정에서 인프라부터 빌링 서비스까지 담당하는 Total Solution에 대한 고객사들의 요구가 있었던 것으로 파악된다. 이에 대한 대응을 위해 SK 텔레콤과 2G~ 현재까지의 빌링 서비스 레퍼런스를 보유한 엔텔스를 인수한 것으로 파악된다.

2020년 미국 5G, CBRS 시장진출에 주목

에치에프알은 2020년 미국 5G 시장진출을 시작으로 가파른 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 최근 Verizon의 5G Home 서비스 개시 지연 관련 뉴스는 당사의 에치에프알 2020년 실적 추정치에 영향을 미치는 이슈가 아니다(이미 2020년 하반기 투자시작을 가정한 연간 투자진행률 50% 반영). 에치에프알은 미국 CBRS 시장에서 동사가 보유한 다양한 장비 포트폴리오를 제시한 것으로 파악되며, 약 3가지 장비(Fronthaul, 인빌딩솔루션, 스몰셀 등으로 추정)의 공급 가능성이 열려 있다. 이처럼 당초에 기대했던 Verizon, AT&T 향 Fronthaul 외에 추가 성장모멘텀이 계속해서 확보되고 있고, 이번 M&A를 통해 사업기회가 확대될 것으로 기대된다는 점에서 최근 주가조정을 매수기회로 잡아야 한다고 생각한다.

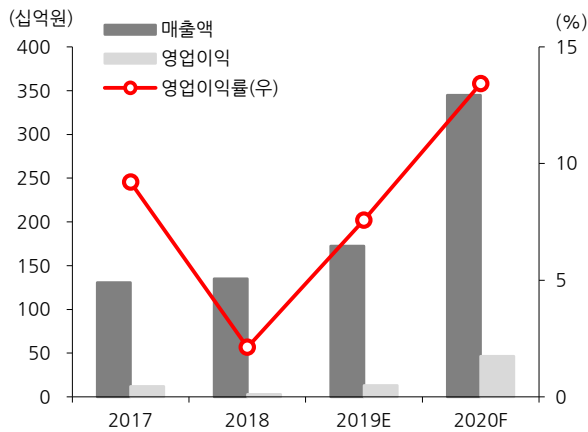
[표1] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
매출액	135.0	172.6	344.8	16.0	39.5	46.2	70.9
Fronthaul	16.3	76.4	216.6	8.6	26.8	29.5	11.5
- 국내	2.1	60.7	61.9	2.5	21.5	26.1	10.6
- 해외	14.2	15.7	154.7	6.1	5.3	3.4	0.9
인빌딩솔루션	-	2.3	28.2	0.0	0.0	0.0	2.3
PON장비, Wifi AP, 기타	96.0	94.0	100.0	7.5	12.6	16.7	57.1
영업이익	2.9	13.1	46.3	-5.0	2.4	4.0	11.6
영업이익률	2.1%	7.6%	13.4%	-31.0%	6.1%	8.7%	16.4%

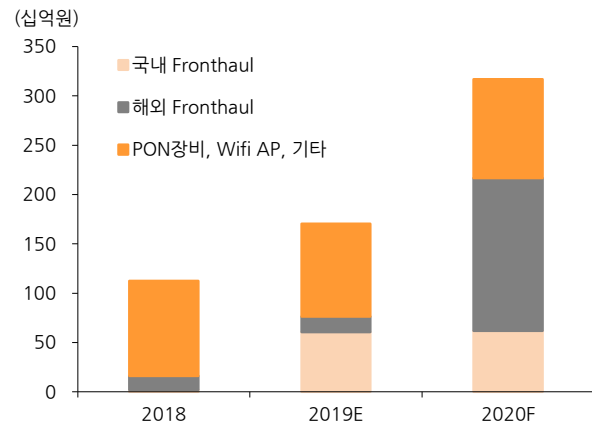
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에치에프알 실적성장 본격화 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에치에프알 주요 사업별 매출전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에치에프알의 엔텔스 M&A 구체적 사항

양수내역	양수주식수	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 지분율 및 소유주식수	소유주식수	1,340,446
	지분비율(%)	19.43
거래대금지급	지급방법	현금
	매매대금	26,500,000,000원
	매매대금 및 일자	계약금: 2,000,000,000원(2020년 1월 10일)
		잔금: 24,500,000,000원(계약중결일)
양수 예정일자	2020.03.24	
양수목적	사업영역 확대에 의한 5G통신사업 내 시장경쟁력 강화	

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 엔텔스 인수 의미: 포트폴리오 강화, Total Solution 확보

엔텔스의 강점

엔텔스는 2000년에 설립된 네트워크/빌링 서포트/IoT 통한 솔루션 등을 제공하는 업체다. 엔텔스의 가장 큰 강점은 1) 네트워크 트래픽 분석능력, 2) 네트워크 가상화 기술, 3) 오래된 빌링 서비스(통신사 요금채정 및 관리) 레퍼런스 등이다. 특히, 빌링 서비스의 경우 향후 Private Network 시장에서 산업특성에 따라 다양한 빌링 형태가 생성될 것으로 예상되어 수요가 늘어날 것으로 예상된다.

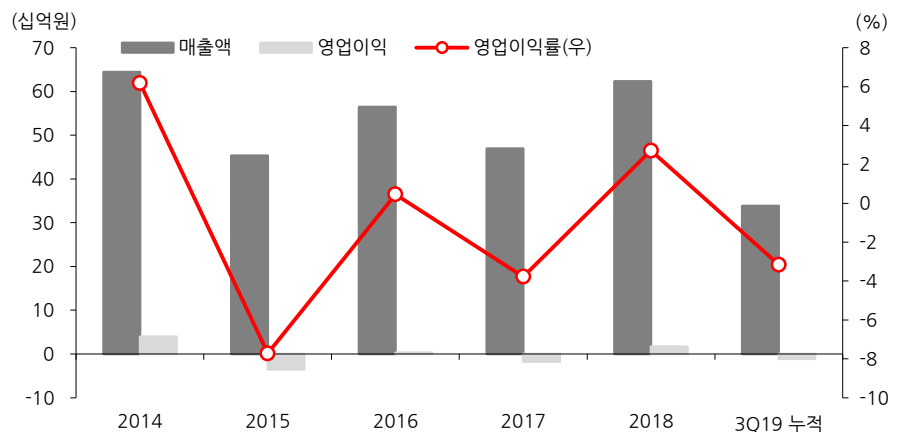
빌링 서비스 레퍼런스로 Total Solution 제공가능

빌링 서비스는 사업자간의 실질적인 금전적 이해관계를 중간에서 정산하는 사업이기 때문에 기술도 중요하지만 오랜 기간의 경험과 노하우가 진입장벽으로 작용한다. 에치에프알은 국내 및 해외 Private Network 시장에서 장비들을 공급할 준비를 하고 있었고, 사업을 추진하는 과정에서 인프라부터 빌링 서비스까지 Total Solution에 대한 고객사들의 요구가 있었던 것으로 파악된다. 이를 위해 SK텔레콤과 2G~ 현재까지 오랜 기간 빌링 서비스 레퍼런스를 보유한 엔텔스를 인수한 것으로 파악된다. 빌링 서비스 외에도 네트워크 가상화, 트래픽 분석 및 관리 서비스에도 엔텔스의 노하우를 활용할 수 있을 것으로 예상되어 사업 포트폴리오가 강화됐다고 생각한다.

결론: 엔텔스 인수는 긍정적

미국은 현재 FWA(Fixed Wireless Access)에 이어 CBRS(Citizens Broadband Radio Service) 대중화를 추진하고 있다. CBRS 역시 Private Network의 성격이 매우 강하며, 다양한 산업군에서 각자의 Needs에 맞는 네트워크를 구축하는 데 있어서 큰 역할을 할 것으로 예상된다. 현재 각 장비의 공급업체를 선정하는 과정에 있으며 1월 말까지는 공급업체 선정이 마무리되고 빠르면 2분기부터 본격적으로 투자가 시작될 것으로 예상된다. 당초에 기대했던 Verizon, AT&T 향 Fronthaul 외에 추가 성장모멘텀이 계속해서 확보되고 있고, 이번 M&A를 통해 사업기회가 확대될 것으로 기대된다는 점에서 엔텔스 인수는 긍정적인 이벤트라고 생각한다.

[그림3] 엔텔스 연간실적 추이

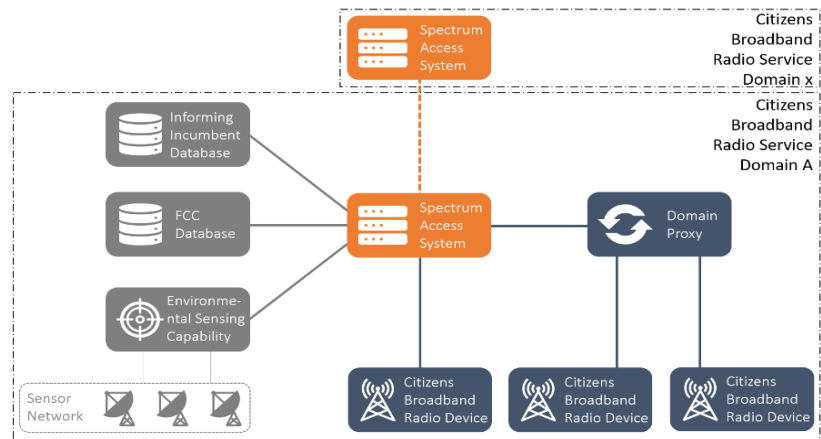


자료: 한화투자증권 리서치센터

3. CBRS 시장 내 에치에프알의 역할 및 수혜

CBRS의 구조	CBRS(Citizens Broadband Radio Service)는 미국 국방부(DoD: Department of Defense)와 미해군(US Navy)이 사용하고 있던 3.5GHz 주파수 대역을 민간 수요시장과 공유할 수 있도록 하는 서비스다. 그동안 3.5GHz CBRS 대역은 미국의 국가안보를 위해 공유를 제한했었으나, FCC의 ESC(Environmental Sensing Capability: 환경 감지 기능) 네트워크 승인이 CBRS 상용화를 가능하게 했다. ESC 네트워크는 3.5GHz CBRS 대역 내 다른 사용자의 간섭으로부터 DoD 레이더가 보호되도록 해안 지역을 따라 배치되며, ESC 센서가 보호 레이더를 감지하면, 보호 구역을 활성화하고 해당 영역의 사용자를 다른 대역으로 재할당하는 SAS(Spectrum Access System)에 알려준다. 따라서, 모든 CBRS 도메인은 SAS 구축이 요구된다.
CBRS 확산으로 Private Network 시장확대 전망	CBRS는 일반사업자가 사용할 수 있으며, 각자에게 적합한 네트워크를 설계하여 Private Network(사설 네트워크)를 구축할 수 있다. 공중 신호를 증폭시켜주는 DAS(Distributed Antenna System: 분산 안테나 시스템), 스몰셀과 같은 건물 내 연결 장치로 공공 또는 기업간에 라이선스를 부여하거나 제공할 수 있다. 이처럼 고객 스스로가 연결방식이나 보안 서비스를 선택할 수 있기 때문에, 다양한 산업분야에서 CBRS 기반의 Private Network 수요가 증가할 것으로 예상된다.
Private Network 도입 예시	CBRS의 비공개 기능 사용의 예로, 호텔 서비스를 들 수 있다. CBRS를 통해 호텔 고객 데이터에 대한 보안이 제공되며, 고객이 주차장에 도착하면 자동으로 네트워크에 접속되어 앱을 통해 체크인하고, 전화기를 룸 키로 사용하여 입실할 수 있게 된다. 이 외에도 고화질 비디오 보안, 원격 차량 및 장비 제어, 산업 자동화 등을 위한 CBRS 네트워크에 대한 수요도 예상된다. 보안강화를 위해서도 Private Network에 대한 수요가 예상된다. 단적인 예로, 완성차 업체들의 경우 생산라인 내 데이터에 대한 보안강화를 위해 Private Network를 구축하려는 수요가 있는 것으로 파악된다. 구체적으로, 특정 자동차 모델의 생산과정에서 어느 공정에서 병목현상이 발생하는지, 어느 공정에서 결함이 발생하여 리콜이 발생하는지에 대한 내부 데이터가 외부로 유출될 수 있는 리스크가 존재하기 때문이다. 이 외에도 부동산, IoT 빌딩 등에 다양한 서비스 모델을 위한 Private Network가 구축될 것으로 전망된다.
CBRS는 에치에프알에게 또 다른 기회	CBRS는 미국 무선 5G 네트워크 확대의 Catalyst가 될 것으로 전망되며, Private Network를 위한 다양한 장비수요가 발생할 것으로 예상된다. 에치에프알은 미국 CBRS 시장에서 인빌딩 중계기, 교환기, 스몰셀 등을 공급하게 될 가능성이 높은 상황이다. 따라서, 미국 CBRS는 동사에게 Fronthaul 장비 외에 또 다른 실적성장의 기회를 열어주는 시장이라고 생각한다.

[그림4] CBRS 네트워크 제어 설계도



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 에치에프알 연간 매출액 추정 (단위: 십억원)

	2019E	2020F	2021F
HFR 국내 Fronthaul 매출액	60.7	61.9	61.5
HFR 해외 Fronthaul 매출액	15.7	154.7	366.0
- 미국(2020년 연간 투자 진행률 50% 수준 가정)	6.3	144.2	354.6
- 일본	6.2	7.2	8.0
HFR 인빌딩 중계기 매출액(SKT 광중계기 연간 발주금액 900억 원, 점유율 33% 수준 가정)	2.3	28.2	31.5
HFR 유선장비(PON+Wifi AP) 매출액	60.6	65.0	67.8
자회사(연평균 5% 성장 가정)	28.2	29.6	31.1
HFR 연간 매출액	172.6	344.8	563.5
HFR 연간 영업이익	13.1	46.3	75.5
HFR 연간 영업이익률	7.6%	13.4%	13.4%

*추가 Upside 요인: 1) 미국 수주금액/투자 진행률 상승, 2) 미국 내 점유율 상승, 3) 일본 5G 수주 본격화

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	112	131	135	173	345
매출총이익	20	18	21	33	72
영업이익	7	3	3	13	46
EBITDA	10	5	7	18	51
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	2	-2	1	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	2	0	13	46
당기순이익	8	3	-1	11	36
지배주주순이익	7	3	-1	11	35
증가율(%)					
매출액	71.3	16.5	3.2	27.9	99.8
영업이익	234.1	-61.6	1.9	355.3	253.7
EBITDA	155.9	-44.7	25.8	156.8	188.6
순이익	90.0	-59.0	적전	흑전	234.3
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	13.9	15.4	18.8	20.8
영업이익률	6.5	2.2	2.1	7.6	13.4
EBITDA 이익률	8.7	4.1	5.0	10.1	14.6
세전이익률	7.4	1.8	0.3	7.7	13.3
순이익률	6.8	2.4	-0.6	6.3	10.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	3	-2	-3	-3	24
당기순이익	8	3	-1	11	36
자산상각비	2	3	4	4	4
운전자본증감	-8	-6	-12	-18	-16
매출채권 감소(증가)	-15	3	-8	2	-13
재고자산 감소(증가)	-4	-1	-8	-24	-5
매입채무 증가(감소)	13	-8	4	0	2
투자현금흐름	-8	-4	4	-4	-5
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-4	-5
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-3	-2	0
투자자산 감소(증가)	0	-2	9	-1	0
재무현금흐름	-2	-1	14	10	0
차입금의 증가(감소)	-2	-1	0	12	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	12	5	10	16	40
(-)운전자본증가(감소)	17	8	6	18	16
(-)설비투자	1	1	2	4	5
(+)자산매각	-1	-3	-3	-2	0
Free Cash Flow	-8	-7	-1	-8	19
(-)기타투자	-4	-4	6	-2	0
잉여현금	-4	-3	-7	-6	19
NOPLAT	7	2	-6	11	37
(+) Dep	2	3	4	4	4
(-)운전자본투자	17	8	6	18	16
(-)Capex	1	1	2	4	5
OpFCF	-9	-4	-10	-7	21

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	84	78	102	126	163
현금성자산	18	9	22	25	44
매출채권	47	44	51	50	62
재고자산	18	19	26	49	54
비유동자산	20	25	27	27	28
투자자산	7	9	10	8	8
유형자산	4	4	5	8	12
무형자산	9	12	12	11	8
자산총계	104	103	128	153	191
유동부채	48	38	40	54	56
매입채무	29	20	24	24	26
유동성이자부채	17	14	11	21	21
비유동부채	8	11	8	7	7
비유동이자부채	4	5	3	3	3
부채총계	56	49	48	61	63
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	2	2	23	24	24
이익잉여금	43	46	45	56	91
자본조정	0	1	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	49	54	80	92	127

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	4,741	2,103	-328	916	2,938
BPS	31,288	34,132	6,728	7,673	10,611
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,741	3,387	3,484	1,344	3,306
ROA(%)	8.0	3.1	-0.8	7.8	20.5
ROE(%)	16.4	6.4	-1.4	12.8	32.1
ROIC(%)	16.4	3.7	-9.0	13.4	37.8
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	27.5	9.1
PBR	-	-	1.7	3.3	2.5
PSR	-	-	0.2	1.7	0.9
PCR	-	-	3.3	18.7	8.1
EV/EBITDA	-	-	18.5	17.2	5.9
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	114.5	90.8	60.2	66.3	49.7
Net debt/Equity	6.4	18.1	-9.7	-1.9	-16.2
Net debt/EBITDA	31.6	180.4	-113.5	-10.0	-40.8
유동비율	176.3	203.3	252.4	234.0	290.5
이자보상배율(배)	22.9	8.0	6.7	41.1	108.9
자산구조(%)					
투자자본	66.8	76.3	69.3	72.9	66.8
현금+투자자산	33.2	23.7	30.7	27.1	33.2
자본구조(%)					
차입금	29.8	26.3	15.3	20.2	15.5
자기자본	70.2	73.7	84.7	79.8	84.5

[Compliance Notice]

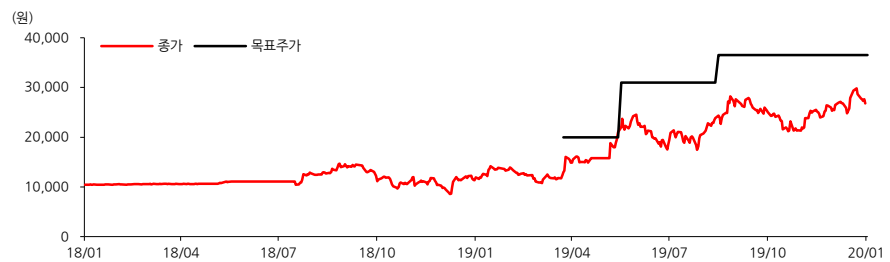
(공표일: 2020년 1월 13일)

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 책임소재에 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					
투자의견	Buy					
목표가격	36,500					

[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	-32.99	-20.81
2019.08.26	Buy	36,500		

[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: 2019년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%