



# 에치에프알 (230240)

글로벌 First mover로서의 잠재력에 주목

**Buy**(유지)

현재 주가(2/25): 41,000원 | 목표주가(상향): 45,000원

Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 3772-7698

에치에프알이 2019년 실적을 발표하였습니다. 당초에 예상했던 기대치를 하회하는 실적을 기록했으나, 미국시장 진출을 위한 준비과정에서 발생한 비용으로 영업이익률이 하락했다는 점에서 크게 우려할 부분은 아니라고 생각합니다. 단기 주가급등에 대한 우려보다 글로벌 5G First mover로서의 성장 잠재력에 집중할 것을 권고합니다.

## 당사 추정치를 하회하는 2019년 실적

에치에프알의 2019년 실적은 매출액 1,573억 원(+16.5% y-y), 영업이익 44억 원(+52.0% y-y)으로 당사의 추정치를 하회하였다. 이러한 실적 괴리의 주 요인은 1) 당사가 예상했던 연간 유선장비 매출액 예상치가 약 100억 원 정도 높았다는 점, 2) 미국 5G Cycle 진입으로 인해 감소한 4G Fronthaul 수주금액, 3) 미국법인 비용증가 및 5G 신규 장비 개발비 발생 등으로 인한 영업이익률 하락이다. 당사가 주요 투자포인트로 제시했던 1) 국내 Fronthaul 매출액 증가, 2) 2020년 미국 5G Fronthaul 시장진입에는 차질이 없기 때문에 크게 우려할 사항은 아니라고 생각한다.

## 2020년은 해외 성장스토리의 초입

에치에프알의 미국 매출액은 하반기에 본격적으로 반영되기 시작할 것으로 예상된다. 1) mmWave 대역은 관련 5G Chipset 개발이 2분기 중에 완료될 것으로 파악되고, 2) Sub-6GHz 대역의 경우 3.5GHz 주파수 경매가 6월에 있을 예정이기 때문이다. 당사는 미국 통신 사업자(Verizon, AT&T)와 2위 케이블 사업자(Charter Communications)를 상대로 사업가시성이 매우 높아지고 있다. 주요 공급 제품은 당초에 예상했던 Fronthaul 장비 외에 광모듈(AT&T 향), CBRs 3.5GHz 기지국 장비(Charter 향)의 공급 가능성이 높아진 상황이다. Charter가 3.5GHz 주파수 경매에 참여하여 주파수를 확보할 경우, 또 다른 Fronthaul 시장이 하나 더 열릴 가능성이 있다는 점 역시 중장기적으로 큰 폭의 성장을 기대할 수 있는 근거라고 생각한다.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 45,000원으로 상향

당사는 1) 국내 유선장비 매출액에 대한 기대치를 낮추고, 2) 2020년 미국 5G 투자가 당초 예상했던 시점 대비 지연된 점을 반영하여 2020년 연간 실적추정치를 매출액 3,022억 원, 영업이익 397억 원으로 소폭 하향조정한다. 하지만, 1) 국내 통신장비 업종 내 미국 5G 시장에서 성장가시성이 가장 돋보인다는 점과, 2) 2021년 미국 연간 5G 투자 진행률을 100% 반영했을 때 기대되는 성장 잠재력을 감안 시 업종 평균 2020E PER(13.5배)에서 30% 프리미엄을 부여해야 타당하다고 생각한다. 따라서, 당사의 2020년 실적추정치에 목표 PER 배수를 17.5배로 상향하여 목표주가를 45,000원으로 상향조정한다.

에치에프알의 현 주가는 Sprint/T-Mobile 합병 승인으로 인해 미국 5G 투자가 본격화될 것이라는 기대감을 반영하고 있다. 당사는 글로벌 통신장비 시장에서 요구될 차세대 기술에 대해 선제적으로 준비하여 글로벌 레퍼런스를 확보하는 First mover의 면모를 보여주고 있다. 따라서, 주가 단기급등에 대한 우려보다 1) 2020년부터 시작될 미국 Cycle과 2) 당사의 글로벌 5G First mover로서의 성장 잠재력에 초점을 맞추는 것이 더 적절하다고 생각한다.

## 투자이견 Buy 유지, 목표주가 45,000 원으로 상향

[표1] 에치에프알 목표주가 산출

|                        | (단위: 십억원)  | 주석                                        |
|------------------------|------------|-------------------------------------------|
| 1) 에치에프알 2020E 순이익     | 31.0       | 엔텔스 2020E 순이익 44억 원으로 추정<br>- 지분법이익: 9억 원 |
| 2) Target PER multiple | 17.5       | 통신장비 업종 평균의 30% 프리미엄                      |
| 3) Target 시가총액         | 542.5      |                                           |
| 4) 주식수                 | 11,982,020 |                                           |
| 5) 적정주가(원)             | 45,280     |                                           |
| 6) Upside              | 10.4%      |                                           |

자료: 한화투자증권 리서치센터

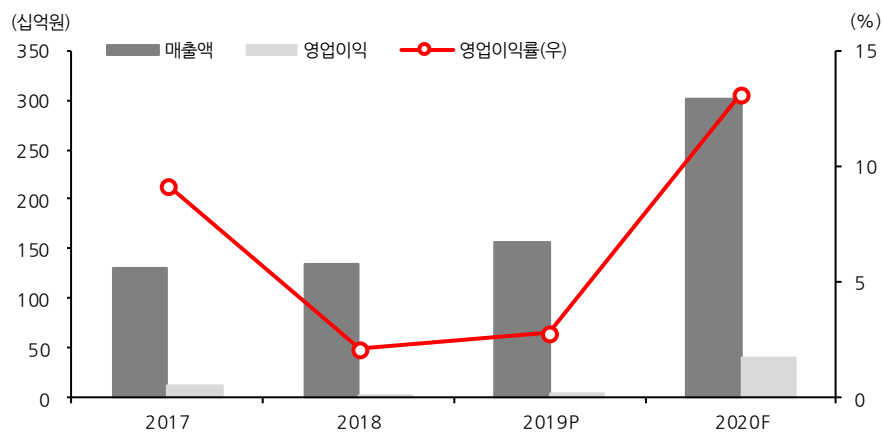
[표2] 에치에프알 연간실적 추정

(단위: 십억원)

|                            | 2019P        | 2020F        |
|----------------------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>                 | <b>157.3</b> | <b>302.2</b> |
| 무선                         | 87.6         | 213.8        |
| - 국내 Fronthaul             | 56.2         | 51.2         |
| - 국내 인빌딩솔루션                | 7.1          | 28.2         |
| - 미국 Fronthaul 등           | 11.5         | 118.7        |
| - 일본 Fronthaul/인빌딩솔루션      | 8.8          | 11.3         |
| 유선                         | 71.0         | 82.9         |
| - OLT, ONT, ONU, Wifi AP 등 | 52.3         | 58.1         |
| - 올래디오(자회사)                | 18.7         | 24.8         |
| <b>영업이익</b>                | <b>4.4</b>   | <b>39.7</b>  |
| <b>영업이익률</b>               | <b>2.8%</b>  | <b>13.1%</b> |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에치에프알 연간실적 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2020년 2월 26일)

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 ]



## [ 투자 의견 변동 내역 ]

|       |            |            |            |            |            |            |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시   | 2019.04.03 | 2019.04.03 | 2019.05.17 | 2019.05.27 | 2019.05.31 | 2019.06.24 |
| 투자 의견 | 담당자 변경     | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표 가격 | 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 |
| 투자 의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표 가격 | 31,000     | 36,500     | 36,500     | 36,500     | 36,500     | 36,500     |
| 일 시   | 2020.01.13 | 2020.01.29 | 2020.02.26 |            |            |            |
| 투자 의견 | Buy        | Buy        | Buy        |            |            |            |
| 목표 가격 | 36,500     | 36,500     | 45,000     |            |            |            |

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자         | 투자 의견 | 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  |         |             |

## [ 종목 투자 등급 ]

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

## [ 산업 투자 의견 ]

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 투자 등급 부여 비중 ]

(기준일: 2019년 12월 31일)

| 투자 등급      | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 90.7% | 9.3% | 0.0% | 100.0% |