



에치에프알 (230240)

COVID-19 타격 불가피, 성장 잠재력은 유효

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 41,000원

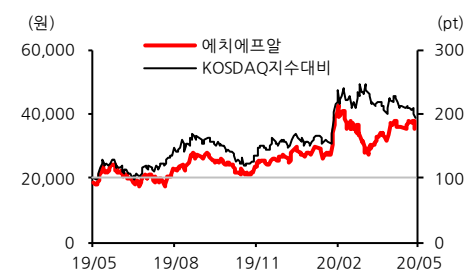
현재 주가(5/15)	35,350원
상승여력	▲ 16.0%
시가총액	4,236억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	42,750 / 15,800원
90 일 일평균 거래대금	309.92억원
외국인 지분율	0.7%
주주 구성	
정종민 (외 3 인)	34.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.4	-9.4	48.2	123.7
상대수익률(KOSDAQ)	-8.0	-9.8	44.7	128.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	135	157	177	300
영업이익	3	2	14	42
EBITDA	7	7	20	49
지배주주순이익	0	1	13	34
EPS	151	87	1,046	2,822
순차입금	-8	-6	-14	-33
PER	75.2	338.4	33.8	12.5
PBR	1.7	4.3	4.5	3.3
EV/EBITDA	18.5	52.7	20.0	8.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.7	1.3	14.3	30.4

주가 추이



에치에프알의 1 분기 실적은 당사 추정치에 부합하는 수준이었습니다. 하지만, 글로벌 COVID-19 팬데믹으로 인해 미국, 일본 5G 투자가 지연됨에 따라 2020 년 실적 눈높이의 하향조정이 불가피하다고 판단합니다. 5G Cycle에 대한 기대감은 유효하기 때문에 투자 의견 Buy를 유지하지만, 목표주가는 41,000 원으로 하향조정합니다.

1분기는 통상적인 비수기

에치에프알의 1분기 실적은 매출액 100억 원(-38.0% y-y), 영업적자 -58억 원(적자지속 y-y)으로, 당사가 예상했던 수준이었다. 매출액이 전년 대비 감소한 주요 원인은 1Q19대비 감소한 해외 Fronthaul 수주였다. 해외 수주 감소는 주로 1) COVID-19 팬데믹으로 인한 경제활동 둔화, 2) 5G 투자대비를 위한 4G 장비 발주량 감소 때문인 것으로 판단한다.

COVID-19 영향으로 미국 수주 기대치 하회할 전망

통신장비업종 특성상 동사의 실적은 2020년에도 상저하고의 패턴을 보일 것으로 예상된다. 당사가 예상하는 에치에프알의 2분기 실적은 매출액 317억 원(-19.6% y-y), 영업이익 3억 원(-88.0% y-y)이다. 하반기는 2H19 대비 소폭 개선될 것으로 예상하지만, COVID-19 팬데믹으로 인한 미국/일본 투자 스케줄 지연으로 기존 예상치 대비 매출액이 부진할 것으로 예상된다. 이를 반영하여 당사는 해외 Fronthaul 매출액을 314억 원, 인빌딩 솔루션 매출액을 291억 원 하향조정하였다.

5G 투자가 미뤄진 만큼 속도는 빨라질 전망

당사는 COVID-19로 인한 글로벌 5G 투자 스케줄 지연을 반영하여 에치에프알의 2020년 실적을 매출액 1,771억 원(+13.0% y-y), 영업이익 145억 원(+545.8% y-y)으로 하향조정한다. 2020년 실적만 보았을 때 단기적인 주가조정은 불가피하다고 생각한다. 하지만, 당사는 1) 글로벌 5G Cycle이 취소된 것이 아니라 지연되고 있으며, 2) 투자속도 자체가 빨라지면서 공격적인 장비발주가 2021년부터 이어질 것으로 예상된다. 더불어, 미국의 경우 2020년에는 특정 지역에만 구축될 고주파 Fixed Wireless Access형 장비만 발주가 예상되지만, 2021년부터는 5G 메인 주파수인 3.5GHz 대역에 대한 투자 Cycle이 중첩되기 때문에 긍정적인 시각을 유지해야한다고 생각한다. 따라서 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 41,000원으로 하향조정한다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 41,000 원으로 하향조정

에치에프알에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 41,000원으로 하향조정한다. 당사는 COVID-19 팬데믹으로 인한 글로벌 5G 투자 Cycle 지연을 반영하여 에치에프알의 해외 Fronthaul 매출액을 314억 원, 인빌딩 솔루션 매출액을 291억 원 하향조정하였다. 따라서, 2020년 실적을 매출액 1,771억 원, 영업이익 145억 원으로 조정하였다. 그럼에도 투자 의견 Buy를 유지하는 근거는 1) 글로벌 5G Cycle이 취소된 것이 아니라 지연됐다는 점, 2) 2021년은 Fixed Wireless Access와 3.5GHz 대역에 대한 투자가 중첩되는 시기이므로 동사의 성장 잠재력은 여전히 있다고 생각하기 때문이다. 목표주가 41,000 원은 12개월 Forward 순이익 263억 원을 Valuation에 적용하여 산출된 수치다.

[표1] 에치에프알 목표주가 하향조정

	(단위: 십억원)	주식
1) 에치에프알 12개월 FWD 순이익	26.3	
2) Target PER multiple (배)	18.7	
3) Target 시가총액	492.5	
4) 주식수 (주)	11,982,020	
5) 적정주가 (원)	41,099	
6) Upside	16.3%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에치에프알 연간실적 추정

(단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F
매출액	156.7	177.1	300.2
- 국내 Fronthaul	60.4	51.3	48.6
- 해외 Fronthaul	22.4	27.7	134.8
- 인빌딩솔루션	-	18.2	31.2
유선	71.6	77.6	83.2
영업이익	2.2	14.5	41.8
영업이익률	1.4%	8.2%	13.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

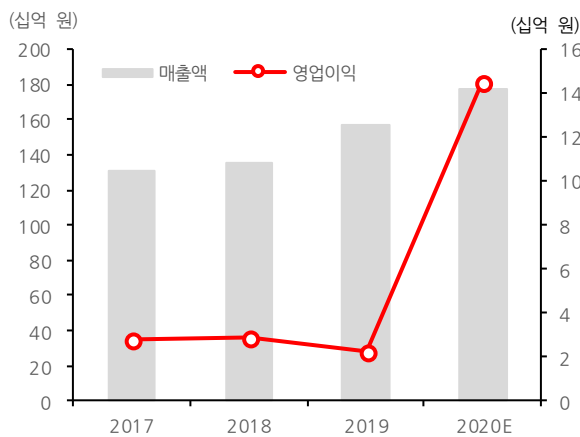
[표3] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20F	4Q20F
매출액	135.0	156.7	177.1	16.0	39.5	46.2	54.9	10.0	31.7	58.2	77.1
국내 Fronthaul	2.1	60.4	51.3	2.5	21.5	26.1	10.3	2.4	15.2	22.2	11.5
해외 Fronthaul	14.2	22.4	27.7	6.1	5.3	3.4	7.6	2.1	2.0	9.5	14.1
인빌딩솔루션	-	-	18.2	-	-	-	-	-	2.3	6.6	9.3
유선장비	115.5	71.6	77.6	5.2	12.6	15.1	38.7	5.1	11.6	19.4	41.5
영업이익	2.9	2.2	14.5	-5.0	2.4	4.0	0.8	-5.8	0.3	6.1	14.0
영업이익률	2.1%	1.4%	8.2%	-31.0%	6.1%	8.7%	1.4%	-58.4%	0.9%	10.4%	18.1%

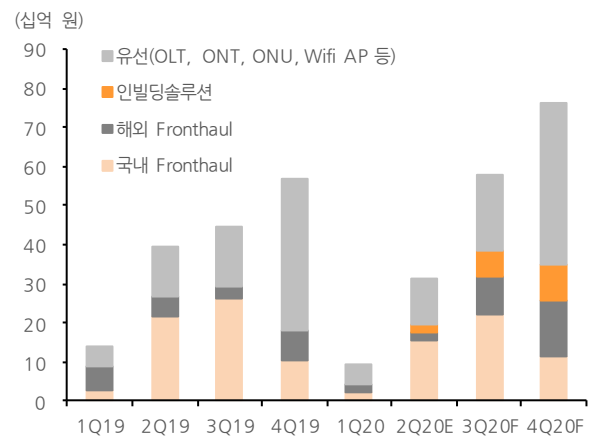
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에치에프알 실적성장 지속될 전망



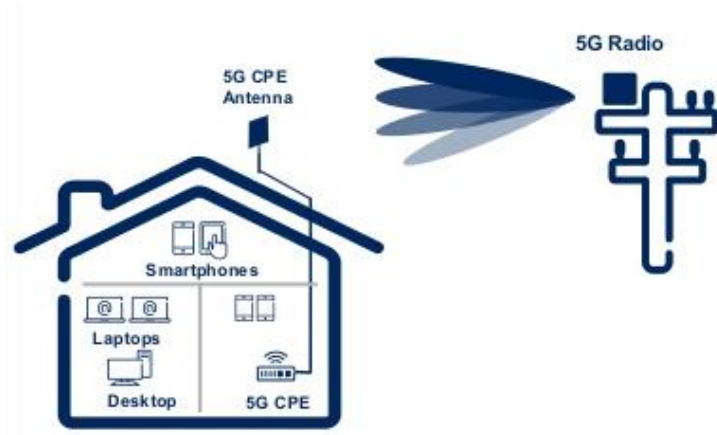
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 에치에프알 제품별 매출추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

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



자료: Ericsson

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	131	135	157	177	300
매출총이익	18	21	24	34	63
영업이익	3	3	2	14	42
EBITDA	5	7	7	20	49
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-2	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	0	1	15	42
당기순이익	3	1	0	12	33
지배주주순이익	3	0	1	13	34
증가율(%)					
매출액	16.5	3.2	16.1	13.0	69.6
영업이익	-61.6	1.9	-21.9	545.8	188.5
EBITDA	-44.7	25.8	-3.7	211.5	138.9
순이익	-59.0	-81.6	-26.9	2,745.9	177.6
이익률(%)					
매출총이익률	13.9	15.4	15.1	19.4	20.9
영업이익률	2.2	2.1	1.4	8.2	13.9
EBITDA 이익률	4.1	5.0	4.2	11.5	16.3
세전이익률	1.8	0.3	0.9	8.6	14.1
순이익률	2.4	0.4	0.3	6.8	11.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-2	-3	13	18	30
당기순이익	3	1	0	12	33
자산상각비	3	4	4	6	7
운전자본증감	-6	-12	5	-1	-11
매출채권 감소(증가)	1	-7	16	-1	-8
재고자산 감소(증가)	-1	-8	-4	-1	-7
매입채무 증가(감소)	-8	3	-9	0	4
투자현금흐름	-4	4	-13	-11	-11
유형자산처분(취득)	-1	-2	-8	-2	-2
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-5	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-2	9	1	0	0
재무현금흐름	-1	14	15	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	0	17	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	5	10	9	19	41
(-)운전자본증가(감소)	8	6	-3	1	11
(-)설비투자	1	2	8	2	2
(+)자산매각	-3	-3	-4	-8	-8
Free Cash Flow	-7	-1	0	8	20
(-)기타투자	-4	6	0	0	0
잉여현금	-3	-7	0	7	19
NOPLAT	2	2	1	11	33
(+) Dep	3	4	4	6	7
(-)운전자본투자	8	6	-3	1	11
(-)Capex	1	2	8	2	2
OpFCF	-4	-2	1	15	27

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	78	102	103	112	146
현금성자산	9	22	35	42	61
매출채권	44	51	35	36	44
재고자산	19	26	31	31	38
비유동자산	25	27	34	39	43
투자자산	9	10	10	10	10
유형자산	4	5	12	12	13
무형자산	12	12	12	16	20
자산총계	103	128	137	150	189
유동부채	38	40	42	43	47
매입채무	20	24	16	16	19
유동성이자부채	14	11	21	21	21
비유동부채	11	8	13	13	13
비유동이자부채	5	3	8	8	8
부채총계	49	48	55	56	61
자본금	3	6	6	6	6
자본잉여금	2	23	24	24	24
이익잉여금	46	46	47	60	93
자본조정	1	4	4	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	54	80	82	94	128

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,103	151	87	1,046	2,822
BPS	34,132	6,728	6,813	7,859	10,681
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,387	3,484	731	1,560	3,427
ROA(%)	3.1	0.4	0.8	8.7	20.0
ROE(%)	6.4	0.7	1.3	14.3	30.4
ROIC(%)	3.7	3.2	0.9	15.1	38.5
Multiples(x, %)					
PER	5.0	75.2	338.4	33.8	12.5
PBR	0.3	1.7	4.3	4.5	3.3
PSR	0.1	0.2	2.2	2.4	1.4
PCR	3.1	3.3	40.2	22.7	10.3
EV/EBITDA	4.7	18.5	52.7	20.0	8.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	90.8	60.2	67.1	59.5	47.3
Net debt/Equity	18.1	-9.7	-7.9	-14.5	-25.6
Net debt/EBITDA	180.4	-113.5	-98.8	-66.9	-67.1
유동비율	203.3	252.4	244.1	258.6	307.1
이자보상배율(배)	8.0	6.7	5.5	26.7	98.8
자산구조(%)					
투자자본	76.3	69.3	62.0	60.0	56.4
현금+투자자산	23.7	30.7	38.0	40.0	43.6
자본구조(%)					
차입금	26.3	15.3	26.0	23.4	18.3
자기자본	73.7	84.7	74.0	76.6	81.7

[Compliance Notice]

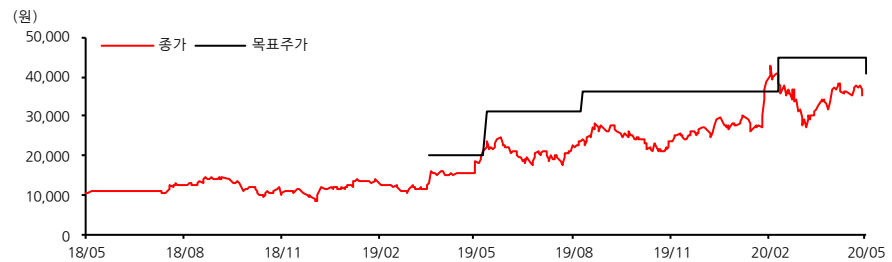
(공표일: 2020년 5월 18일)

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 책임소장에 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	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	36,500	36,500	45,000	45,000	41,000	

[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		

[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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%