



에치에프알 (230240)

명확해지는 방향성에 올라타라

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 31,000원

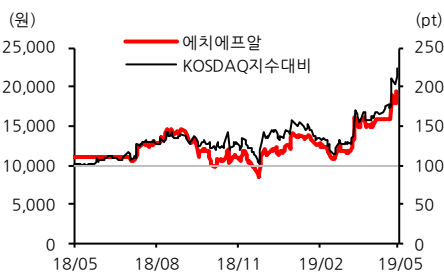
현재 주가(5/24)	21,000원
상승여력	▲47.6%
시가총액	2,516억원
발행주식수	11,982천주
52 주 최고가 / 최저가	21,000 / 8,575원
90 일 일평균 거래대금	92.59억원
외국인 지분율	0.1%
주주 구성	
경중민(외 3 인)	37.1%
스톤브릿지벤처스(외 1 인)	8.0%
에치에프알 자사주	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	36.6	66.7	88.3	91.4
상대수익률(KOSDAQ)	45.5	73.8	87.3	112.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	131	135	212	295
영업이익	3	3	25	54
EBITDA	5	7	29	57
지배주주순이익	3	-1	19	40
EPS	2,103	-328	1,596	3,432
순차입금	10	-8	-53	-81
PER	-	-	13.2	6.1
PBR	-	1.7	2.5	1.8
EV/EBITDA	-	18.5	6.9	3.0
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0
ROE	6.4	-1.4	21.2	34.3

주가 추이



에치에프알은 2분기부터 본격적인 5G 매출이 반영되기 시작할 것으로 예상됩니다. 1분기 매출액 대비 매출원가가 큰 폭으로 증가한 부분도 긍정적인 수주 흐름의 근거라고 생각합니다. 따라서 성장성에 대한 Conviction은 강해지고 실적과 주가도 우상향할 것으로 예상합니다.

1분기 실적의 힌트

에치에프알의 1분기 실적은 매출액 160억 원, 영업적자 50억 원을 기록했다. 당사의 예상치에 못미치는 실적이었으나, 3월에 예상됐던 국내 5G 장비(Fronthaul, LS 등) 매출이 4월로 이월되면서 발생한 현상으로 동사의 연간실적 방향성에 영향을 미치지 않을 것으로 예상된다. 매출액 대비 원재료 사용액 비율이 과거 평균 59% 수준을 크게 상회하는 132%로 상승했다는 점에서도 동사의 수주규모가 크게 증가했음을 확인할 수 있다.

2분기 매출액 대폭증가 전망

당사가 예상하는 에치에프알의 2분기 실적은 매출액 626억 원, 영업이익 90억 원이다. 이를 반영한 상반기 매출액은 786억 원 수준이며, 당사가 기존에 예상했던 상반기 매출액 770억 원을 상회하는 수준이다. 따라서 동사의 5G Cycle 수혜에 대한 방향성은 더욱 뚜렷해지고, 시장 기대치를 상회하는 성장세의 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

2020년엔 더 좋은 Cycle 도래

당사는 에치에프알의 2019년 실적 추정치를 매출액 2,120억 원(+57.1% y-y), 영업이익 247억 원(+760.9% y-y)으로 상향조정 한다. 최근 시장은 기대이상으로 발생하고 있는 국내 5G 투자규모 및 속도를 주가에 반영하고 있다. 당사 역시 에치에프알의 예상보다 빠른 수주 증가를 연간실적에 반영하였다. 목표주가 상향의 이유는 하반기 진입이 가까워진 현 시점부터는 2020년 해외 5G 투자 Cycle로 인한 수혜에 주목해야 한다고 판단하여 12개월 Forward EPS를 적용하였기 때문이다. 에치에프알은 과거 4G LTE Cycle 당시 Verizon, AT&T(미국), NTT도코모(일본)향 Fronthaul장비 수주 레퍼런스(레퍼런스)가 있어 2020년 큰 성장이 기대된다. 일본의 5G 상용화 계획이 2020 도쿄 올림픽 이전이라는 점 역시 긍정적인 전망의 주배경이다. 이를 반영하여 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 20,000원에서 31,000원으로 상향한다.

1. 목표주가 31,000 원으로 상향

에치에프알에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 기존 20,000원에서 31,000원으로 55% 상향한다. Target PER multiple은 동사의 Initiation 보고서에서 산출했던 수치(국내 주요 통신장비 업종 평균치) 14.9배를 유지하였다. 1) 글로벌 주요 통신사들을 고객사로 확보했다는 점, 2) 북미 및 일본 Fronthaul 시장에서 장비공급 레코드를 보유하고 있다는 점, 3) 다가오는 2020년부터 해외 5G 시장에서 수혜가 기대된다는 점을 반영하여 12개월 Forward EPS 2,086원을 적용하였다.

[표1] 에치에프알 목표주가 산출

	(단위: 십억원)	주식
1) 에치에프알 12개월 Forward 순이익	25.0	
2) Target PER multiple	14.9	Peer 평균 PER multiple
3) Target 시가총액	371.7	
4) 주식수	11,982,020	
5) 적정주가(원)	31,081	
6) Upside	47.6%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에치에프알 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020F	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	135.0	212.0	295.5	16.0	62.6	50.8	82.6	37.6	67.4	71.5	118.9
-y-y	3.2%	57.1%	39.4%	n/a	n/a	n/a	n/a	134.5%	7.7%	40.9%	43.9%
-q-q	-	-	-	n/a	289.9%	-18.9%	62.8%	-54.5%	79.1%	6.1%	66.3%
개별	104.0	187.4	264.5	10.5	56.7	44.4	75.7	30.4	59.9	63.7	110.5
-y-y	6.8%	80.1%	41.2%	8.1%	81.7%	117.6%	77.4%	189.4%	5.7%	43.5%	45.9%
-q-q	-	-	-	-75.4%	439.0%	-21.6%	70.5%	-59.8%	96.8%	6.4%	73.3%
영업이익	2.9	24.7	53.7	-5.0	9.0	3.3	17.3	0.1	12.1	12.9	28.7
-y-y	-76.1%	760.9%	117.0%	n/a	n/a	n/a	n/a	흑자전환	33.7%	284.9%	65.4%
-q-q	-	-	-	n/a	흑자전환	-62.9%	418.8%	-99.6%	19,079.5%	6.8%	122.9%
영업이익률	2.1%	11.7%	18.2%	-31.0%	14.4%	6.6%	21.0%	0.2%	17.9%	18.0%	24.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	112	131	135	212	295
매출총이익	20	18	21	46	79
영업이익	7	3	3	25	54
EBITDA	10	5	7	29	57
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	2	-2	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	2	0	24	53
당기순이익	8	3	-1	19	42
지배주주순이익	7	3	-1	19	40
증가율(%)					
매출액	71.3	16.5	3.2	57.1	39.4
영업이익	234.1	-61.6	1.9	760.9	117.0
EBITDA	155.9	-44.7	25.8	320.4	99.9
순이익	90.0	-59.0	적전	흑전	116.8
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	13.9	15.4	21.9	26.7
영업이익률	6.5	2.2	2.1	11.7	18.2
EBITDA 이익률	8.7	4.1	5.0	13.5	19.4
세전이익률	7.4	1.8	0.3	11.3	17.9
순이익률	6.8	2.4	-0.6	9.1	14.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	3	-2	-3	49	32
당기순이익	8	3	-1	19	42
자산상각비	2	3	4	4	4
운전자본증감	-8	-6	-12	26	-12
매출채권 감소(증가)	-15	3	-8	24	-12
재고자산 감소(증가)	-4	-1	-8	-1	-12
매입채무 증가(감소)	13	-8	4	3	12
투자현금흐름	-8	-4	4	-3	-5
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-3	-4
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-3	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-2	9	0	0
재무현금흐름	-2	-1	14	0	0
차입금의 증가(감소)	-2	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	12	5	10	23	44
(-)운전자본증가(감소)	17	8	6	-26	12
(-)설비투자	1	1	2	3	4
(+)자산매각	-1	-3	-3	0	0
Free Cash Flow	-8	-7	-1	46	28
(-)기타투자	-4	-4	6	0	0
잉여현금	-4	-3	-7	46	28
NOPLAT	7	2	-6	20	43
(+) Dep	2	3	4	4	4
(-)운전자본투자	17	8	6	-26	12
(-)Capex	1	1	2	3	4
OpFCF	-9	-4	-10	47	30

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	84	78	102	124	176
현금성자산	18	9	22	68	96
매출채권	47	44	51	27	39
재고자산	18	19	26	27	39
비유동자산	20	25	27	26	27
투자자산	7	9	10	10	10
유형자산	4	4	5	7	10
무형자산	9	12	12	9	7
자산총계	104	103	128	150	203
유동부채	48	38	40	43	56
매입채무	29	20	24	27	39
유동성이자부채	17	14	11	11	11
비유동부채	8	11	8	8	8
비유동이자부채	4	5	3	3	3
부채총계	56	49	48	52	64
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	2	2	23	23	23
이익잉여금	43	46	45	63	104
자본조정	0	1	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	49	54	80	98	139

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	4,741	2,103	-328	1,596	3,432
BPS	31,288	34,132	6,728	8,302	11,735
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,741	3,387	3,484	1,943	3,753
ROA(%)	8.0	3.1	-0.8	13.5	22.9
ROE(%)	16.4	6.4	-1.4	21.2	34.3
ROIC(%)	16.4	3.7	-9.0	34.4	84.1
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	13.2	6.1
PBR	-	-	1.7	2.5	1.8
PSR	-	-	0.2	1.2	0.8
PCR	-	-	3.3	10.8	5.6
EV/EBITDA	-	-	18.5	6.9	3.0
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	114.5	90.8	60.2	52.3	46.0
Net debt/Equity	6.4	18.1	-9.7	-54.3	-58.5
Net debt/EBITDA	31.6	180.4	-113.5	-186.5	-142.0
유동비율	176.3	203.3	252.4	285.5	316.3
이자보상배율(배)	22.9	8.0	6.7	63.5	131.6
자산구조(%)					
투자자본	66.8	76.3	69.3	36.4	35.0
현금+투자자산	33.2	23.7	30.7	63.6	65.0
자본구조(%)					
차입금	29.8	26.3	15.3	12.7	9.4
자기자본	70.2	73.7	84.7	87.3	90.6

[Compliance Notice]

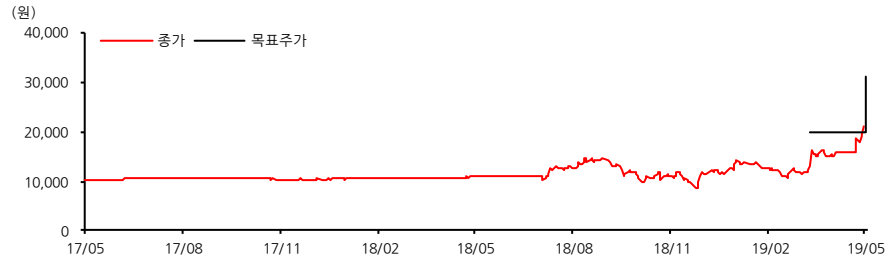
(공표일: 2019년 5월 27일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[에치에프알 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.04.03	2019.04.03	2019.05.27		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격	최준영	20,000	31,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.03	Buy	20,000	-20.72	-2.50
2019.05.27	Buy	31,000		

[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 추정에 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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%