에치에프알 (230240)

Not Rated

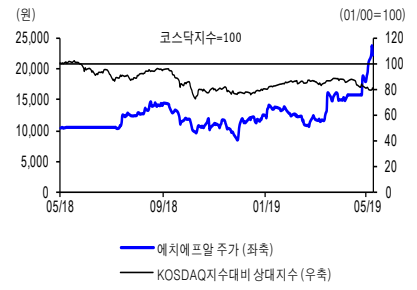
현재주가 (5 월 29 일) **22,200** 원

윤창민
(02) 3772-1579
changmin.yoon86@shinhan.com

손승우
(02) 3772-1565
swson85@shinhan.com

KOSPI		2,023.32p
KOSDAQ		691.47p
시가총액		266.0 십억원
액면가		500 원
발행주식수		12.0 백만주
유동주식수		7.9 백만주(65.6%)
52 주 최고가/최저가		23,700 원/8,575 원
일평균 거래량 (60 일)		2,548,581 주
일평균 거래액 (60 일)		10,921 백만원
외국인 지분율		0.28%
주요주주	정종민 외 3 인	37.12%
	스톤브릿지벤처스 외 1 인	8.03%
절대수익률	3 개월	76.5%
	6 개월	99.1%
	12 개월	111.9%
KOSDAQ 대비	3 개월	92.0%
상대수익률	6 개월	96.7%
	12 개월	167.6%

주가차트



유선/무선, 국내/해외 동시 수혜

무선, 유선 네트워크 장비 보유 업체

2000년 SK텔레콤에서 분사해 설립된 통신장비 업체다. 18년 5월 스팩합병을 통해 상장했다. 주요 제품은 Fronthaul 장비(무선용), OLT/ONU 장비(유선용), WiFi-AP(유선용)가 있다. 주요 고객사는 국내는 SK텔레콤, SK브로드밴드, 해외 고객사는 Verizon, AT&T(미국), NTT Docomo(일본)가 있다. 주요 자회사는 지피시스(54%), 올래디오(70%), HFR 네트웍스(90%)다.

5G 투자 Cycle 초입: 무선/유선 네트워크 국내/해외 투자 동시 수혜

과거 일체형 구조였던 기지국이 4G 이후부터 무선 부문(RU:Radio Unit)과 데이터 부문(DU:Digital Unit)으로 분리되고 있다. Fronthaul은 RU와 DU를 연결하는 솔루션 장비다. 고객사의 기지국 수가 늘어날 수록 Fronthaul 장비 수요도 늘어날 수밖에 없는 구조다. 국내 무선 Fronthaul 매출은 RU-DU가 분리된 형태를 채택하고 있는 SKT에 집중될 전망이다.

해외 매출은 19년 이후에도 고성장을 담보하는 Key Point다. 2015년에 이미 미국 Verizon에 4G용 Fronthaul 공급을 시작했다. 18년 말에는 AT&T 向 Fronthaul 장비 수주 계약도 성공했다. 일본 NTT Docomo와도 장비 납품을 협상중이다. 통상적으로 해외 매출이 수익성이 높아 이익률 개선도 긍정적이다. 19년 OPM은 11.8%(+9.7%p YoY), 20년 18.2%(+6.4%p YoY)가 기대된다. 미국, 일본의 5G 투자가 본격화되면 내년 고성장도 담보돼 있다.

유선 네트워크 투자도 긍정적이다. 에치에프알은 OLT/ONU, WiFi-AP 등 유선장비 포트폴리오도 보유하고 있다. 과거에는 유선 네트워크 속도가 무선 네트워크 속도보다 월등히 빨랐다. 최근에는 무선 데이터 전송속도가 유선에 못지않게 빨라졌다. 5G는 최고 전송속도가 20Gbps에 달할 정도로 빨라질 전망이다. 현재 5G 투자는 무선망에 집중되고 있지만 유선 네트워크의 고도화 없이 진정한 의미의 5G 통신은 이루어질 수 없다.

19년 매출액 +49% YoY, 영업이익 +723% YoY 예상

19년 매출액 2,006억원(+48.6 YoY), 영업이익 237억원(+723.4% YoY)이 예상된다. 1분기에 이연되었던 SKT 向 프론트홀 매출이 2분기부터 본격화 될 전망이다. 하반기에는 미국 Verizon, AT&T 向 매출도 추가될 수 있다. 5G 유선 장비 매출도 내년에 본격화 될 전망이다. 상반기보다 하반기, 올해보다 내년이 더 기대된다. 5G 바스켓 內 필수 Stock이다.

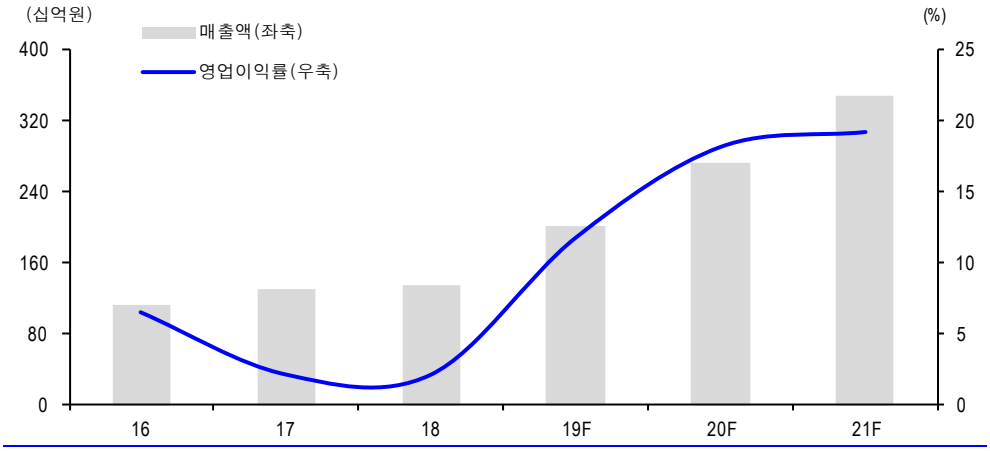
12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	130.8	2.8	2.3	3.2	256	(55.7)	4,136	38.9	5.1	2.4	6.4	18.1
2018	135.0	2.9	0.4	(0.9)	(74)	적전	6,286	(152.7)	18.6	1.8	(1.4)	(9.6)
2019F	200.6	23.7	24.7	21.3	1,672	흑전	7,854	13.3	8.8	2.8	23.7	(26.4)
2020F	272.7	49.7	50.0	40.2	3,138	87.6	10,992	7.1	3.8	2.0	33.3	(44.2)
2021F	349.1	67.3	67.6	53.0	4,138	31.9	15,129	5.4	2.2	1.5	31.7	(57.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

에치에프알의 연간 실적 추이 및 전망

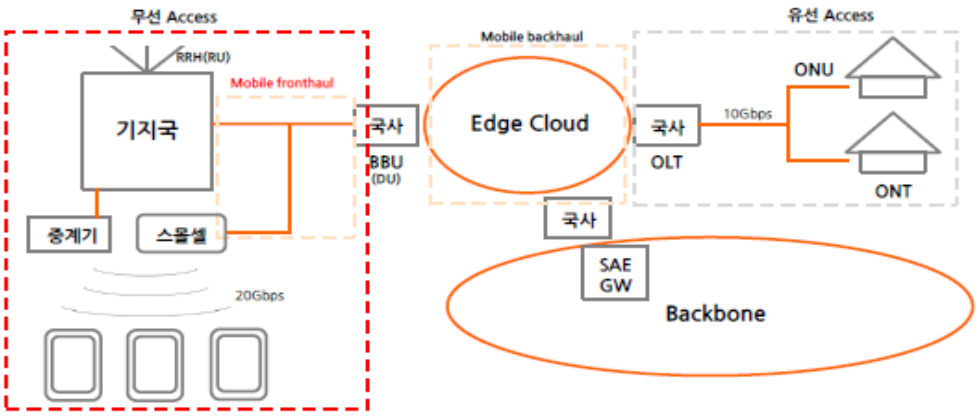
	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	112.3	130.8	135.0	200.6	272.7
제품(프론트홀, AP)	94.0	106.1	101.2	153.8	218.4
상품(OLT,ONT)	13.5	19.7	30.6	43.4	50.8
기타	4.7	5.1	3.2	3.3	3.5
영업이익	7.3	2.8	2.9	23.7	49.7
지배주주순이익	7.2	3.2	(0.9)	21.3	40.2
영업이익률(%)	6.5	2.2	2.1	11.8	18.2
순이익률(%)	6.5	2.5	(0.7)	10.6	14.7
성장률(%, YoY)					
매출액	71.3	16.5	3.2	48.6	36.0
영업이익	234.1	(61.6)	1.9	723.4	109.9
지배주주순익	90.0	(59.0)	적전	흑전	88.3

에치에프알의 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

5G 네트워크 내 유무선 네트워크 망과 Fronthaul



자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	**102.9**	**128.1**	**165.2**	**222.8**	**293.5**
유동자산	77.5	101.5	137.6	192.0	260.9
현금및현금성자산	4.8	20.1	37.2	70.9	117.7
매출채권	42.9	49.7	53.2	57.0	61.0
재고자산	19.2	26.3	39.1	53.1	68.0
비유동자산	25.4	26.6	27.6	30.8	32.6
유형자산	3.9	5.1	5.5	5.6	5.2
무형자산	12.2	11.9	11.8	12.4	11.9
투자자산	5.6	6.2	6.9	9.4	12.0
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**49.0**	**48.1**	**63.5**	**80.1**	**96.7**
유동부채	38.1	40.2	53.3	67.6	81.6
단기차입금	8.0	10.0	8.9	7.5	5.0
매입채무	17.8	21.0	31.2	42.4	54.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.8	7.9	10.1	12.5	15.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	5.3	3.4	3.4	3.4	3.4
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**53.9**	**79.9**	**101.7**	**142.7**	**196.8**
자본금	2.5	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	2.5	22.6	22.6	22.6	22.6
기타자본	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	66.1	106.3	159.3
지배주주지분	**52.1**	**79.2**	**100.6**	**140.8**	**193.8**
비지배주주지분	1.8	0.7	1.1	1.9	3.0
*총차입금	19.2	14.4	13.3	12.0	9.5
*순차입금(순현금)	9.8	(7.7)	(26.8)	(63.0)	(113.5)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**130.8**	**135.0**	**200.6**	**272.7**	**349.1**
증가율 (%)	16.5	3.2	48.6	36.0	28.0
매출원가	**112.6**	**114.2**	**158.3**	**202.9**	**259.1**
매출총이익	**18.2**	**20.8**	**42.3**	**69.8**	**90.0**
매출총이익률 (%)	13.9	15.4	21.1	25.6	25.8
판매관리비	**15.4**	**17.9**	**18.7**	**20.2**	**22.8**
영업이익	**2.8**	**2.9**	**23.7**	**49.7**	**67.3**
증가율 (%)	(61.6)	1.9	723.4	109.9	35.4
영업이익률 (%)	2.2	2.1	11.8	18.2	19.3
영업외손익	**(0.5)**	**(2.5)**	**1.1**	**0.4**	**0.3**
금융손익	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	(0.4)	(2.3)	1.1	0.5	0.5
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**2.3**	**0.4**	**24.7**	**50.0**	**67.6**
법인세비용	(0.8)	1.2	3.0	9.0	13.5
계속사업이익	3.1	(0.8)	21.8	41.0	54.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.1**	**(0.8)**	**21.8**	**41.0**	**54.1**
증가율 (%)	(59.0)	적전	흑전	88.3	31.9
순이익률 (%)	2.4	(0.6)	10.9	15.0	15.5
(지배주주)당기순이익	3.2	(0.9)	21.3	40.2	53.0
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	0.1	0.4	0.8	1.1
총포괄이익	4.0	4.1	21.8	41.0	54.1
(지배주주)총포괄이익	4.2	4.0	21.1	39.7	52.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	0.1	0.7	1.3	1.8
EBITDA	**5.4**	**6.8**	**27.4**	**53.8**	**70.3**
증가율 (%)	(44.7)	25.8	302.7	96.0	30.7
EBITDA 이익률 (%)	4.1	5.0	13.7	19.7	20.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	**(1.8)**	**(3.3)**	**24.1**	**43.6**	**55.4**
당기순이익	3.1	(0.8)	21.8	41.0	54.1
유형자산상각비	0.8	0.7	1.3	1.3	1.2
무형자산상각비	1.8	3.2	2.5	2.8	1.8
외화환산손실(이익)	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(6.4)	(12.2)	(1.5)	(1.5)	(1.7)
(법인세납부)	(0.4)	(0.9)	(3.0)	(9.0)	(13.5)
기타	(1.2)	6.6	3.0	9.0	13.5
투자활동으로인한현금흐름	**(3.5)**	**4.4**	**(5.8)**	**(8.4)**	**(6.0)**
유형자산의증가(CAPEX)	(0.8)	(1.9)	(1.7)	(1.4)	(0.8)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.2)	(3.2)	(2.4)	(3.4)	(1.4)
투자자산의감소(증가)	2.6	6.6	(0.7)	(2.5)	(2.6)
기타	(2.2)	2.9	(1.0)	(1.1)	(1.2)
FCF	**(2.4)**	**(10.1)**	**19.1**	**39.4**	**51.7**
재무활동으로인한현금흐름	**(0.8)**	**14.2**	**(1.1)**	**(1.4)**	**(2.5)**
차입금의 증가(감소)	(0.8)	0.0	(1.1)	(1.4)	(2.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	14.2	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	(3.5)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(9.6)**	**15.3**	**17.1**	**33.7**	**46.8**
기초현금	14.5	4.8	20.1	37.2	70.9
기말현금	4.8	20.1	37.2	70.9	117.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	250	(63)	1,706	3,202	4,222
EPS (지배순이익, 원)	256	(74)	1,672	3,138	4,138
BPS (자본총계, 원)	4,276	6,339	7,940	11,142	15,364
BPS (지배지분, 원)	4,136	6,286	7,854	10,992	15,129
DPS (원)	21	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	39.9	(181.0)	13.0	6.9	5.3
PER (지배순이익, 배)	38.9	(152.7)	13.3	7.1	5.4
PBR (자본총계, 배)	2.3	1.8	2.8	2.0	1.4
PBR (지배지분, 배)	2.4	1.8	2.8	2.0	1.5
EV/EBITDA (배)	5.1	18.6	8.8	3.8	2.2
배당성향 (%)	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	4.1	5.0	13.7	19.7	20.1
영업이익률 (%)	2.2	2.1	11.8	18.2	19.3
순이익률 (%)	2.4	(0.6)	10.9	15.0	15.5
ROA (%)	3.0	(0.7)	14.9	21.1	20.9
ROE (지배순이익, %)	6.4	(1.4)	23.7	33.3	31.7
ROIC (%)	5.4	(9.0)	30.1	55.3	69.2
안정성					
부채비율 (%)	90.8	60.2	62.4	56.1	49.1
순차입금비율 (%)	18.1	(9.6)	(26.4)	(44.2)	(57.7)
현금비율 (%)	12.7	50.0	69.7	104.9	144.3
이자보상배율 (배)	8.0	6.7	67.3	155.0	247.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.3	2.9	3.9	4.9	5.8
재고자산회수기간 (일)	52.3	61.5	59.4	61.7	63.3
매출채권회수기간 (일)	122.3	125.1	93.6	73.7	61.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자