

에치에프알 (230240)

오해가 부른 주가 하락, 이 가격에선 급등도 가능하다

매수 유지/PT 8만원으로 상향, 장/단기 매수 적기 평가

당사 HFR 분석 담당자를 최수지/김홍식에서 김홍식/고연수로 변경한다. 투자자의견은 매수로 유지한다. 12개월 목표주가는 8만원으로 상향하는데 기존 실적 전망치를 상향 조정하는데 따른 결과이다. 추천 사유는 1) 장/단기 실적 전망 낙관적이고, 2) 지난 4분기 및 2023년 실적 전망이 투자자들의 우려와 달리 낙관적이며, 3) 미국 C밴드 투자 증대에 따른 올해 큰 수혜가 예상되고, 4) 이익 급증에도 불구하고 주가 상승 폭이 크지 않아 Valuation상 매력적이며, 5) 잘못된 해석으로 주가가 단기간에 급락했기 때문이다.

2022년 4분기/2023년 전년동기비 높은 이익 성장 전망

최근 2022년 4분기 HFR 실적 쇼크 및 2023년 이익 감소 가능성을 언급하는 투자자들이 있다. 하지만 당사에선 HFR 2022년 4분기 매출액을 1,145억원(+22% YoY, -10% QoQ), 영업이익 329억원(+103% YoY, -20% QoQ)로 시장 예상치를 상회할 것으로 판단한다. 원/달러 환율 하락이 매출/이익에 부정적 영향을 미쳤지만 수량 측면에선 전분기비 비슷한 흐름을 보인 것으로 파악되기 때문이다. 2023년 실적 전망도 밝다. 미국 AT&T와 버라이즌이 C밴드 사용 폭을 크게 늘릴 예정이기 때문이다. 작년대비 20% 이상의 매출 성장은 무난히 달성 가능해 보인다.

올해 미국 C밴드 투자 증대는 당연, 냉정히 따져봐야

1월 HFR 주가는 급락세를 나타냈다. 버라이즌 CEO가 2024년 CAPEX 감축을 언급한 것이 도화선이 되었다. 하지만 당사에선 이 사안에 대해 면밀히 따져 볼 것을 권한다. 1) 일반적으로 통신서비스 주주들은 CAPEX 증대를 좋아하지 않고, 2) 통신사 CEO는 주주와 정부 눈치를 봐야하는 입장이며, 3) 버라이즌이 2023년 말 5G 주파수 활용 폭을 160MHz로 늘리겠다고 언급했고, 4) 2023년 C밴드 투자 가속화로 조기에 투자를 완료하겠다는 입장을 피력했기 때문이다. 더구나 최근에는 IDC 투자 이슈로 인해 국내외 통신사 전체 CAPEX 흐름과 5G 투자 간의 연동성도 크게 떨어진 상태다. 일상적인 버라이즌 경영진 CAPEX 숫자 언급에 투자자들이 예민하게 반응했다는 판단이다. 이젠 미국 C밴드 투자 흐름에 주목할 때이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 80,000원 | CP(1월25일): 33,200원

Key Data

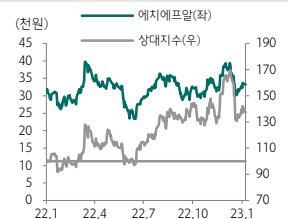
KOSDAQ 지수 (pt)	732.35
52주 최고/최저(원)	39,750/23,400
시가총액(십억원)	447.8
시가총액비중(%)	0.00
발행주식수(천주)	13,489.0
60일 평균 거래량(천주)	335.8
60일 평균 거래대금(십억원)	11.5
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.31
주요주주 지분율(%)	
정종민 외 1인	30.26

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(11.0)	11.4	13.3
상대	(16.0)	20.1	37.6

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	328.6	382.0
영업이익(십억원)	82.7	102.0
순이익(십억원)	72.9	77.6
EPS(원)	5,441	5,723
BPS(원)	13,590	19,314

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	92.1	206.4	383.7	492.0	548.7
영업이익	십억원	(25.9)	21.8	106.2	145.1	161.3
세전이익	십억원	(28.6)	21.4	120.3	144.0	160.9
순이익	십억원	(27.8)	18.6	89.3	110.9	123.9
EPS	원	(2,294)	1,440	6,691	8,220	9,185
증감율	%	적전	흑전	364.65	22.85	11.74
PER	배	(13.71)	23.06	5.53	4.10	3.67
PBR	배	5.48	4.63	2.45	1.44	1.04
EV/EBITDA	배	(18.22)	16.21	3.54	1.83	0.97
ROE	%	(35.73)	22.30	60.26	42.77	32.89
BPS	원	5,744	7,177	15,113	23,333	32,517
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 고연수
02-3771-8047
yeonsookoh@hanafn.com

표 1. HFR 분기별 수익 예상

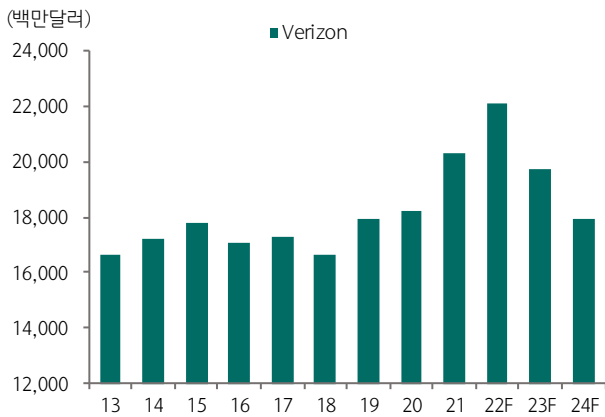
(단위: 십억원, %)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F
매출액	15.3	39.1	58.0	93.9	45.4	96.8	127.0	114.5
영업이익 (영업이익률)	(6.4) 적자	(0.7) 적자	12.7	16.2	5.3	26.7	41.3	32.9
세전이익	(6.2)	(1.2)	14.7	14.1	6.1	28.0	54.4	31.8
순이익 (순이익률)	(6.2) 적자	(1.2) 적자	13.2	12.8	4.5	20.4	39.9	24.5
			22.7	13.7	9.9	21.1	31.4	21.4

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

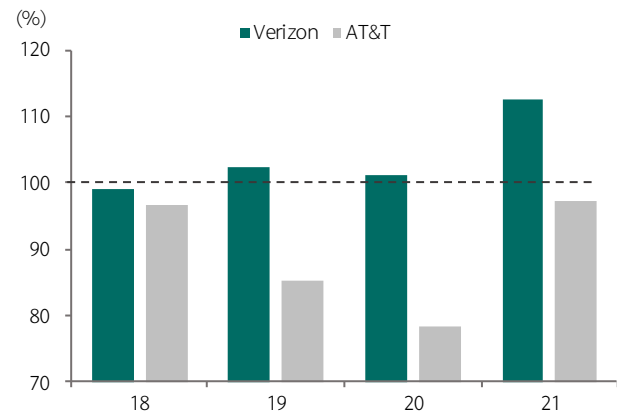
자료: HFR, 하나증권

그림 1. 버라이즌 CAEPX 추이 및 전망(컨센서스)



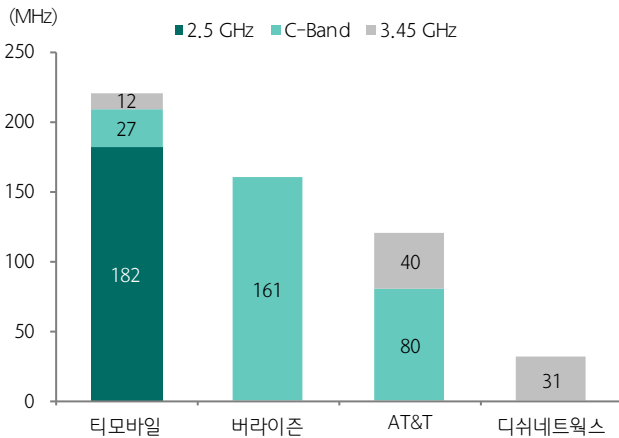
자료: 블룸버그, 하나증권

그림 2. 버라이즌/AT&T CAEPX 가이드스 및 실제 CAEPX 집행 비교



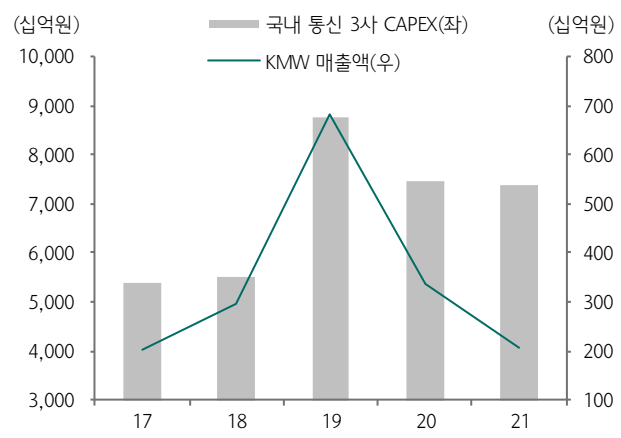
자료: 각사, 하나증권

그림 3. 미국 통신사별 23년 상용화 가능 중대역 주파수 대역



자료: 각사, 하나증권

그림 4. 국내 통신 3사 CAEPX 및 KMW 매출액 추이



자료: 각사, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	92.1	206.4	383.7	492.0	548.7
매출원가	96.1	164.0	245.6	301.0	335.7
매출총이익	(4.0)	42.4	138.1	191.0	213.0
판매비	21.8	20.5	32.0	45.9	51.7
영업이익	(25.9)	21.8	106.2	145.1	161.3
금융손익	(0.7)	(2.3)	(1.5)	(1.0)	(0.8)
종속/관계기업손익	0.9	0.2	(0.5)	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.9)	1.6	16.2	(0.1)	0.4
세전이익	(28.6)	21.4	120.3	144.0	160.9
법인세	0.5	2.7	30.8	33.1	37.0
계속사업이익	(29.0)	18.6	89.5	110.9	123.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(29.0)	18.6	89.5	110.9	123.9
비지배주주지분 손이익	(1.2)	0.1	0.2	0.0	0.0
지배주주순이익	(27.8)	18.6	89.3	110.9	123.9
지배주주지분포괄이익	(27.4)	18.5	94.5	110.4	123.3
NOPAT	(26.3)	19.0	79.0	111.7	124.2
EBITDA	(20.9)	27.1	111.7	149.4	164.3
성장성(%)					
매출액증가율	(41.23)	124.10	85.90	28.23	11.52
NOPAT증가율	적전	흑전	315.79	41.39	11.19
EBITDA증가율	적전	흑전	312.18	33.75	9.97
영업이익증가율	적전	흑전	387.16	36.63	11.16
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	380.11	24.19	11.72
EPS증가율	적전	흑전	364.65	22.85	11.74
수익성(%)					
매출총이익률	(4.34)	20.54	35.99	38.82	38.82
EBITDA이익률	(22.69)	13.13	29.11	30.37	29.94
영업이익률	(28.12)	10.56	27.68	29.49	29.40
계속사업이익률	(31.49)	9.01	23.33	22.54	22.58

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(2,294)	1,440	6,691	8,220	9,185
BPS	5,744	7,177	15,113	23,333	32,517
CFPS	(1,258)	2,368	9,051	11,060	12,188
EBITDAPS	(1,726)	2,105	8,375	11,075	12,182
SPS	7,598	16,019	28,763	36,474	40,678
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	(13.71)	23.06	5.53	4.10	3.67
PBR	5.48	4.63	2.45	1.44	1.04
PCFR	(25.00)	14.02	4.09	3.05	2.77
EV/EBITDA	(18.22)	16.21	3.54	1.83	0.97
PSR	4.14	2.07	1.29	0.92	0.83
재무비율(%)					
ROE	(35.73)	22.30	60.26	42.77	32.89
ROA	(19.90)	10.32	31.25	26.31	22.33
ROIC	(54.89)	42.10	165.58	215.88	231.65
부채비율	93.01	134.09	73.47	54.96	41.48
순부채비율	5.48	12.71	(50.88)	(57.86)	(67.21)
이자보상배율(배)	(29.44)	18.82	72.99	86.29	95.92

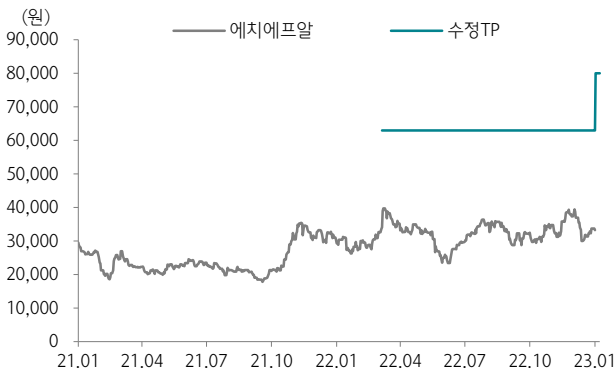
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	74.6	149.9	278.4	400.3	529.9
금융자산	41.3	64.7	174.4	252.8	365.6
현금성자산	40.3	63.5	173.7	251.8	364.4
매출채권	14.3	62.1	75.7	107.5	119.7
재고자산	16.6	19.6	23.9	34.0	37.8
기타유동자산	2.4	3.5	4.4	6.0	6.8
비유동자산	68.4	66.8	76.1	88.1	91.3
투자자산	33.1	33.4	42.9	59.2	65.5
금융자산	3.5	3.5	6.5	7.5	7.9
유형자산	19.4	21.4	20.5	18.8	17.7
무형자산	10.5	7.6	9.9	7.3	5.4
기타비유동자산	5.4	4.4	2.8	2.8	2.7
자산총계	142.9	216.8	354.4	488.4	621.2
유동부채	43.6	95.2	114.1	134.8	142.9
금융부채	25.0	52.1	40.0	40.0	40.0
매입채무	12.6	33.1	40.4	57.3	63.8
기타유동부채	6.0	10.0	33.7	37.5	39.1
비유동부채	25.3	29.0	36.0	38.4	39.3
금융부채	20.4	24.4	30.5	30.5	30.5
기타비유동부채	4.9	4.6	5.5	7.9	8.8
부채총계	68.9	124.2	150.1	173.2	182.1
지배주주지분	73.9	92.4	203.8	314.7	438.6
자본금	6.4	6.4	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	43.5	43.5	60.0	60.0	60.0
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	4.4	4.8	10.2	10.2	10.2
이익잉여금	19.8	37.9	127.1	238.0	361.9
비지배주주지분	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
자본총계	74.0	92.6	204.3	315.2	439.1
순금융부채	4.1	11.8	(104.0)	(182.4)	(295.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	11.1	0.0	88.6	109.5	124.7
당기순이익	(29.0)	18.6	89.5	110.9	123.9
조정	11.9	10.6	22.1	4.2	3.0
감가상각비	5.0	5.3	5.5	4.3	3.0
외환거래손익	1.2	(0.1)	(8.1)	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	(0.2)	0.5	0.0	0.0
기타	6.6	5.6	24.2	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	28.2	(29.2)	(23.0)	(5.6)	(2.2)
투자활동 현금흐름	(39.9)	(7.9)	(14.9)	(16.6)	(6.4)
투자자산감소(증가)	(28.5)	(0.3)	(8.9)	(16.3)	(6.3)
자본증가(감소)	(8.3)	(3.4)	(4.6)	0.0	0.0
기타	(3.1)	(4.2)	(1.4)	(0.3)	(0.1)
재무활동 현금흐름	35.9	30.6	7.8	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	16.7	31.1	(6.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	19.8	0.0	16.7	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	(0.5)	(2.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	6.3	22.7	109.0	78.1	112.6
Unlevered CFO	(15.2)	30.5	120.8	149.2	164.4
Free Cash Flow	2.8	(4.1)	83.8	109.5	124.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에치에프알



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.1.26	BUY	80,000	-	-
22.3.30	BUY	63,000	-48.37%	-36.90%
21.6.25	Not Rated	-	-	-
20.2.13	BUY	57,190	-47.19%	-25.91%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.56%	5.44%	0.00%	100%

* 기준일: 2023년 01월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 1월 26일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2023년 1월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.