

에치에프알 (230240)

올해 이익 급감이 없다면 주가는 오르는 게 맞다.

매수/PT 8만원 유지, 이 가격에서는 두려울 것이 없다

HFR에 대한 투자 의견 매수/12개월 목표주가 8만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2022년 괄목할만한 실적 향상 추세를 나타냈음에도 불구하고 주가가 전혀 오르지 못했고, 2) 2023년 이후 장기 실적 전망 여전히 낙관적이며, 3) 최근 통신사 실적/규제 상황을 감안하면 5.5G 도입 논의가 본격화될 가능성이 높아 HFR Multiple 정상화 시도가 나타날 수 있기 때문이다.

4Q 영업이익 당사 예상치 하회, 시장 전망치 상회

HFR은 지난 2022년 4분기에 연결 매출액 971억원(+3% YoY, -24% QoQ), 연결 영업이익 169억원(+4% YoY, -59% QoQ)으로 당사 예상치를 하회하는 실적을 기록하였다. 아무래도 환율 영향이 예상보다 더 크게 나타났다. 분기 평균 원/달러 환율이 크게 떨어진 탓이다. 원화로 환산하면 반도체 수급 문제로 높게 구매한 원자재를 낮은 가격에 판매한 셈이다. 여기에 상대적으로 마진이 적은 국내 매출 비중이 상승한 탓도 있었다. 하지만 결과적으로 당초 일부 투자자들의 전망보다는 양호한 실적을 달성했는데 수량 기준으로 보면 3분기대비 제품 판매량 감소 폭이 10%로 미만으로 적게 나타났다기 때문이었다.

2023년 실적 지난해보다 향상될 가능성이 높다

2023년 HFR 실적에 대해선 많은 의견이 존재한다. 수주잔고 급감, 통신사 벤더 확대를 이유로 부정적인 전망을 하는 투자자들이 있는 가하면 미들밴드 투자 증가, 매출처 확대 기조를 이유로 긍정적 전망을 하는 투자자들도 많다. 필자는 후자 쪽에 무게를 두는 편이다. 매출 발생 특성상 수주잔고라는 게 네트워크장비 매출 전망을 하는 지표가 되기 어렵고 벤더 수가 증가한다는 것 자체가 향후 시장이 확대되고 있다는 방증일 수 있기 때문이다. 무엇보다 현 시점에서는 HFR 주가에 집중할 필요가 있겠다. 현 주가는 사실상 2023년 HFR의 이익 급감을 가정하고 있기 때문이다. 2023년 1분기 이후 YoY 매출/이익 성장을 지속한다면 HFR의 주가는 올라야 정상이다. 투자 전략상 매도보다는 매수하는 것이 훨씬 유리한 국면이라는 판단이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 80,000원 | CP(2월22일): 33,200원

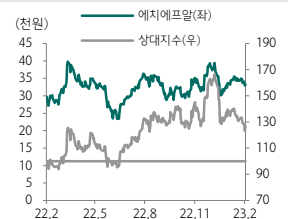
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	778.51
52주 최고/최저(원)	39,750/23,400
시가총액(십억원)	447.8
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	13,489.0
60일 평균 거래량(천주)	361.3
60일 평균 거래대금(십억원)	12.4
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	5.14
주요주주 지분율(%)	
정종민 외 1인	30.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.5) (5.9) 17.3
상대	(9.1) (3.9) 30.8

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	383.7	492.0
영업이익(십억원)	106.2	145.1
순이익(십억원)	89.5	110.9
EPS(원)	6,693	8,221
BPS(원)	15,110	23,333

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	십억원	92.1	206.4	366.3	450.0	528.7
영업이익	십억원	(25.9)	21.8	90.2	124.6	151.3
세전이익	십억원	(28.6)	21.4	86.0	123.5	150.9
순이익	십억원	(27.8)	18.6	66.6	95.1	116.2
EPS	원	(2,294)	1,440	4,996	7,050	8,614
증감율	%	적전	흑전	246.94	41.11	22.18
PER	배	(13.71)	23.06	7.41	4.67	3.82
PBR	배	5.48	4.63	2.75	1.61	1.13
EV/EBITDA	배	(18.22)	16.21	4.23	2.27	1.22
ROE	%	(35.73)	22.30	48.71	41.57	34.75
BPS	원	5,744	7,177	13,436	20,486	29,100
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

표 1. HFR 2022년 4분기 실적 요약

(단위: 십억원, %, %p)

구 분	4Q22P	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	당사 예상치	차이
매출액	97.1	93.9	3.4	127.0	(23.5)	114.5	(15.2)
영업이익	16.9	16.2	4.3	41.3	(59.1)	32.9	(48.6)
영업이익률	17.4	17.3	0.1	32.5	(15.1)	28.7	(11.3)
순이익	1.9	12.8	(85.2)	39.9	(95.2)	24.5	(92.2)

자료: HFR, 하나증권

표 2. HFR 연간 수익예상 변경

(단위: 십억원, %)

구 분	2023F				2024F			
	변경후	변경전	차액	%	변경후	변경전	차액	%
매출액	450.0	492.0	(42.0)	(8.5)	528.7	548.7	(20.0)	(3.6)
영업이익	124.6	145.1	(20.5)	(14.1)	151.3	161.3	(10.0)	(6.2)
순이익	95.1	110.9	(15.8)	(14.2)	116.2	123.9	(7.7)	(6.2)

주: 순이익은 지배주주 귀속분임
자료: 하나증권

표 3. HFR 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
매출액	45.4	96.8	127.0	97.1	58.4	100.4	138.7	152.5
영업이익	5.3	26.7	41.3	16.9	9.6	27.4	42.1	45.5
(영업이익률)	11.7	27.6	32.5	17.4	16.4	27.3	30.4	29.8
세전이익	6.1	28.0	54.4	(2.5)	9.5	27.2	41.8	45.0
순이익	4.5	20.4	39.9	1.9	7.3	20.9	32.2	34.7
(순이익률)	9.9	21.1	31.4	2.0	12.5	20.8	23.2	22.8

주: 순이익은 지배주주 귀속분임
자료: HFR, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	92.1	206.4	366.3	450.0	528.7
매출원가	96.1	164.0	234.9	275.3	323.4
매출총이익	(4.0)	42.4	131.4	174.7	205.3
판매비	21.8	20.5	41.2	50.1	54.0
영업이익	(25.9)	21.8	90.2	124.6	151.3
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	(2.1)	(0.1)	0.4
세전이익	(28.6)	21.4	86.0	123.5	150.9
법인세	0.5	2.7	19.1	28.4	34.7
계속사업이익	(29.0)	18.6	66.9	95.1	116.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(29.0)	18.6	66.9	95.1	116.2
비지배주주지분 손이익	(1.2)	0.1	0.2	0.0	0.0
지배주주순이익	(27.8)	18.6	66.6	95.1	116.2
지배주주지분포괄이익	(27.4)	18.5	72.0	94.7	115.7
NOPAT	(26.3)	19.0	70.1	95.9	116.5
EBITDA	(20.9)	27.1	95.7	128.9	154.3
성장성(%)					
매출액증가율	(41.23)	124.10	77.47	22.85	17.49
NOPAT증가율	적전	흑전	268.95	36.80	21.48
EBITDA증가율	적전	흑전	253.14	34.69	19.71
영업이익증가율	적전	흑전	313.76	38.14	21.43
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	258.06	42.79	22.19
EPS증가율	적전	흑전	246.94	41.11	22.18
수익성(%)					
매출총이익률	(4.34)	20.54	35.87	38.82	38.83
EBITDA이익률	(22.69)	13.13	26.13	28.64	29.18
영업이익률	(28.12)	10.56	24.62	27.69	28.62
계속사업이익률	(31.49)	9.01	18.26	21.13	21.98

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(2,294)	1,440	4,996	7,050	8,614
BPS	5,744	7,177	13,436	20,486	29,100
CFPS	(1,258)	2,368	6,481	9,546	11,458
EBITDAPS	(1,726)	2,105	7,175	9,555	11,441
SPS	7,598	16,019	27,459	33,360	39,195
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	(13.71)	23.06	7.41	4.67	3.82
PBR	5.48	4.63	2.75	1.61	1.13
PCFR	(25.00)	14.02	5.71	3.45	2.87
EV/EBITDA	(18.22)	16.21	4.23	2.27	1.22
PSR	4.14	2.07	1.35	0.99	0.84
재무비율(%)					
ROE	(35.73)	22.30	48.71	41.57	34.75
ROA	(19.90)	10.32	24.68	24.74	22.88
ROIC	(54.89)	42.10	151.60	193.90	224.23
부채비율	93.01	134.09	78.00	60.84	45.12
순부채비율	5.48	12.71	(52.11)	(54.78)	(65.31)
이자보상배율(배)	(29.44)	18.82	62.00	74.10	89.97

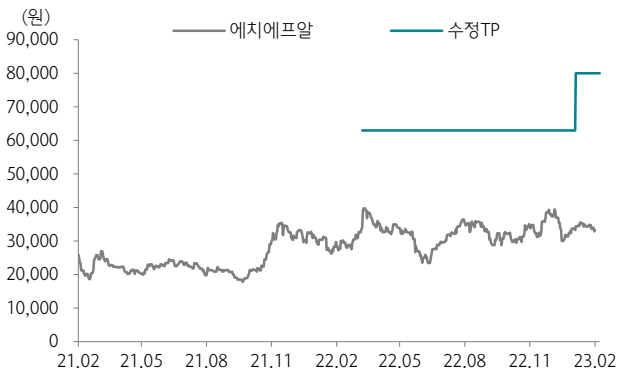
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	74.6	149.9	253.3	360.5	482.4
금융자산	41.3	64.7	165.1	222.1	327.1
현금성자산	40.3	63.5	164.5	221.1	326.0
매출채권	14.3	62.1	64.2	100.9	113.1
채고자산	16.6	19.6	20.3	31.9	35.7
기타유동자산	2.4	3.5	3.7	5.6	6.5
비유동자산	68.4	66.8	70.1	84.7	87.9
투자자산	33.1	33.4	37.0	55.8	62.1
금융자산	3.5	3.5	6.1	7.3	7.7
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	2.7	2.8	2.7
자산총계	142.9	216.8	323.4	445.2	570.3
유동부채	43.6	95.2	106.5	130.5	138.5
금융부채	25.0	52.1	40.0	40.0	40.0
매입채무	12.6	33.1	34.2	53.8	60.3
기타유동부채	6.0	10.0	32.3	36.7	38.2
비유동부채	25.3	29.0	35.2	37.9	38.8
금융부채	20.4	24.4	30.5	30.5	30.5
기타비유동부채	4.9	4.6	4.7	7.4	8.3
부채총계	68.9	124.2	141.7	168.4	177.3
지배주주지분	73.9	92.4	181.2	276.3	392.5
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	104.5	199.6	315.8
비지배주주지분	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
자본총계	74.0	92.6	181.7	276.8	393.0
순금융부채	4.1	11.8	(94.7)	(151.6)	(256.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	11.1	0.0	68.1	92.9	117.0
당기순이익	(29.0)	18.6	66.9	95.1	116.2
조정	11.9	10.6	22.2	4.3	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	24.3	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	28.2	(29.2)	(21.0)	(6.5)	(2.2)
투자활동 현금흐름	(39.9)	(7.9)	(8.9)	(19.2)	(6.4)
투자자산감소(증가)	(28.5)	(0.3)	(3.0)	(18.8)	(6.3)
자본증가(감소)	(8.3)	(3.4)	(4.6)	0.0	0.0
기타	(3.1)	(4.2)	(1.3)	(0.4)	(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	99.8	56.6	104.9
Unlevered CFO	(15.2)	30.5	86.5	128.8	154.6
Free Cash Flow	2.8	(4.1)	63.2	92.9	117.0

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	-	-	-
20.2.27	BUY	57,190	-47.69%	-26.26%

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	94.96%	5.04%	0.00%	100%

* 기준일: 2023년 02월 23일

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 2월 23일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2023년 2월 23일 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.