

# 에치에프알(230240.KQ)

## 수출 확대 속에 연간 최대 실적 달성 전망

2023.02.23

Company Comment

투자의견: **NR**

현재주가: 27,650원(02/22)

시가총액: 373.0(십억원)

Analyst 박종선\_02)368-6076\_jongsun.park@eugenefn.com

### 4Q22 Review: 매출액 +3.4%yoy, 영업이익 +4.0%yoy. 당사 추정치에 부합

전일(2/22) 발표한 2022년 4분기 잠정실적(연결기준)은 매출액 971억원, 영업이익 169억원 기록함. 전년동기 대비 매출액은 3.4% 증가하였고, 영업이익은 4.0% 증가하며 전년 수준의 실적을 달성함. 시장 컨센서스(매출액 1,145억원, 영업이익 329억원) 대비 매출액은 소폭 하회, 영업이익은 크게 하회함. 다만, 당사 추정치와 유사했음. 2022년 연간 잠정실적(연결기준)은 매출액 3,663억원, 영업이익 902억원으로 전년 실적(매출액 2,064억원, 영업이익 218억원) 대비 매출액은 77.5% 증가하였고, 영업이익은 313.2% 증가하며 큰 폭의 수익성 개선에 성공하였음. 매출액이 크게 증가한 것은 ① 국내 주요 고객을 중심으로 안정적인 유선장비 매출 성장 속에, ② 글로벌 고객의 일본, 미국향 매출이 급속히 증가하고 있기 때문임.

### 1Q23 Preview: 분기별 안정적인 실적 성장과 함께 연간 최대 매출 달성 전망

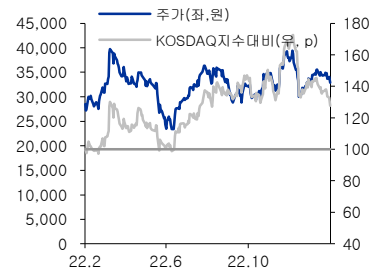
당사 추정 2023년 1분기 예상실적(연결기준)은 매출액 522억원, 영업이익 56억원을 전망함. 전년동기 대비 각각 15.0%, 6.0% 증가하며 실적 성장을 지속할 것으로 예상함. 2023년 실적도 성장세를 지속할 것으로 예상하는 이유는 ① 국내 통신사의 꾸준한 유선장비 공급이 예상되는 가운데, ② 후지쯔를 통한 미국 AT&T, 버라이즌향 매출 지속, 노키아를 통한 일본향 매출 예상, 직접적인 해외 매출 확대 등으로 장비의 공급이 확대될 것으로 예상하기 때문임. ③ 또한, 국내는 물론 해외에서 시장이 개화되는 특화망(Private 5G) 관련 장비가 국내와 일본에서 본격적인 시장 개화와 함께 공급이 예상되고 있기 때문임.

### 현재주가는 2023년 기준 PER 5.9배로 국내 유사업체 대비 할인되어 거래 중

현재 주가는 2023년 예상실적 기준 예상 실적 기준, PER 5.9배로 국내 동종 및 유사업체(오이솔루션, 쏘리드, 에이스테크 등)의 평균 PER 21.9 배 대비 크게 할인되어 거래 중임. 국내 매출에서 벗어나 고객다변화와 함께 미국 및 일본향 수출 실적이 안정적으로 확대되고 있는 가운데, 향후 수주 및 공급 등으로 실적 지속 우려감이 해소된다면 주가는 추가 상승할 것으로 예상함.

발행주식수(천주)	13,489
52주 최고가	40,250
최저가	22,400
52주 일간 Beta	1.07
평균거래대금(3M, 억원)	120
외국인 소유자분율(%)	5.1
배당수익률(22E, %)	0.0
주요 주주구성 (%)	
정종민 (외 2인)	30.3

	1M	6M	12M
주가상승률	-1.5	-5.9	17.3
	현재	직전	변동
투자의견	NR	NR	-
목표주가	-	-	-
영업이익(22)	90.2	47.9	▲
영업이익(23)	107.8	63.6	▲



(단위: 십억원, %,%p)	4Q22P					1Q23E			2021A		2022P		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy	2021A	예상치	yoy	예상치	yoy	
매출액	97.1	96.5	0.6	114.5	-15.2	52.2	-46.2	15.0	206.4	366.3	77.5	434.4	18.6	
영업이익	16.9	16.0	5.4	32.9	-48.7	5.6	-66.9	6.0	21.8	90.2	313.2	107.8	19.6	
세전이익	-2.5	14.1	적전	31.8	적전	5.4	흑전	-11.3	21.4	86.0	302.3	104.2	21.2	
순이익	1.9	11.4	-83.6	-	-	4.0	112.6	-12.3	18.6	66.9	258.8	76.5	14.4	
지배순이익	1.8	11.2	-83.6	24.5	-92.5	3.9	114.6	-12.4	18.6	66.6	259.0	76.2	14.4	
영업이익률	17.4	16.6	0.8	28.7	-11.3	10.7	-6.7	-0.9	10.6	24.6	14.0	24.8	0.2	
순이익률	1.9	11.8	-9.9	0.0	1.9	7.6	5.7	-2.4	9.0	18.3	9.2	17.6	-0.6	
EPS(원)	544	3,316	-83.6	7,265	-92.5	1,167	114.6	-12.4	1,440	4,938	242.8	5,649	14.4	
BPS(원)	12,673	9,081	39.6	5,490	130.9	12,965	2.3	80.1	7,175	12,673	76.6	18,322	44.6	
ROE(%)	4.3	36.5	-32.2	132.3	-128.1	9.0	4.7	-9.5	22.3	50.6	28.3	36.5	-14.1	
PER(X)	61.0	10.0	-	4.6	-	28.4	-	-	23.0	6.7	-	5.9	-	
PBR(X)	2.6	3.7	-	6.0	-	2.6	-	-	4.6	2.6	-	1.8	-	

자료: 에치에프알, 유진투자증권  
주: EPS는 annualized 기준



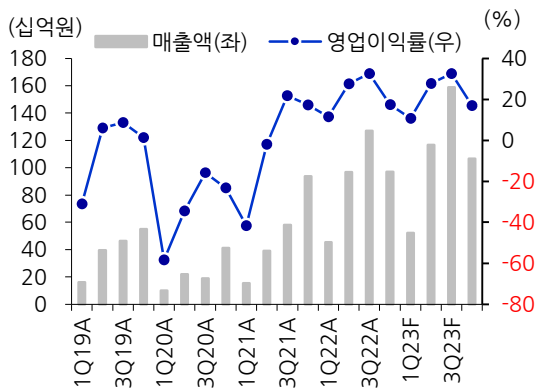
## I. 실적 추이 및 전망

도표 1. 분기별 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원,%)	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
<b>매출액</b>	15.3	39.1	58.0	93.9	45.4	96.8	127.0	97.1	52.2	116.7	158.7	106.8
증가율(% YoY)	53.8	78.3	204.8	128.3	196.5	147.4	118.9	3.4	15.0	20.5	25.0	10.0
증가율(% QoQ)	-62.8	155.7	48.2	61.8	-51.6	113.3	31.1	-23.6	-46.2	123.5	36.0	-32.7
<b>수익</b>												
매출원가	16.8	34.8	40.7	71.7	34.1	63.7	77.7	73.0	39.5	76.6	97.5	80.1
매출총이익	-1.5	4.3	17.3	22.2	11.2	33.2	49.3	24.1	12.7	40.1	61.2	26.7
판매관리비	4.9	5.0	4.6	5.9	6.0	6.4	8.0	7.2	7.1	7.7	9.5	8.5
영업이익	-6.4	-0.7	12.7	16.2	5.3	26.7	41.3	16.9	5.6	32.4	51.7	18.2
세전이익	-6.2	-1.2	14.7	14.1	6.1	28.0	54.4	-2.5	5.4	31.3	49.9	17.6
당기순이익	-6.2	-1.2	13.3	12.9	4.5	20.5	40.0	1.9	4.0	23.7	35.8	13.1
지배주주 당기순이익	-6.2	-1.2	13.2	12.8	4.5	20.4	39.9	1.8	3.9	23.6	35.6	13.0
<b>이익률(%)</b>												
매출원가율	109.8	89.0	70.2	76.4	75.2	65.8	61.2	75.2	75.7	65.7	61.5	75.0
매출총이익률	-9.8	11.0	29.8	23.6	24.8	34.2	38.8	24.8	24.3	34.3	38.5	25.0
판매관리비율	31.8	12.8	8.0	6.3	13.2	6.7	6.3	7.4	13.6	6.6	6.0	8.0
영업이익률	-41.6	-1.8	21.8	17.3	11.6	27.6	32.5	17.4	10.7	27.8	32.6	17.0
세전이익률	-40.5	-3.1	25.3	15.0	13.4	28.9	42.9	-2.6	10.3	26.8	31.5	16.5
당기순이익률	-40.7	-3.2	22.8	13.7	9.9	21.2	31.5	1.9	7.6	20.3	22.5	12.3
지배주주 당기순이익률	-40.6	-3.2	22.7	13.7	9.9	21.1	31.4	1.9	7.5	20.2	22.4	12.2

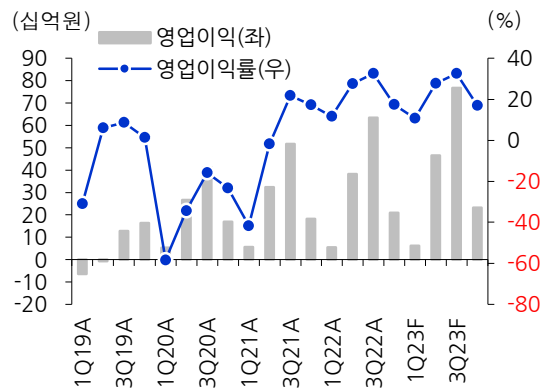
자료: 에치에프알, 유진투자증권

도표 2. 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 3. 분기별 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

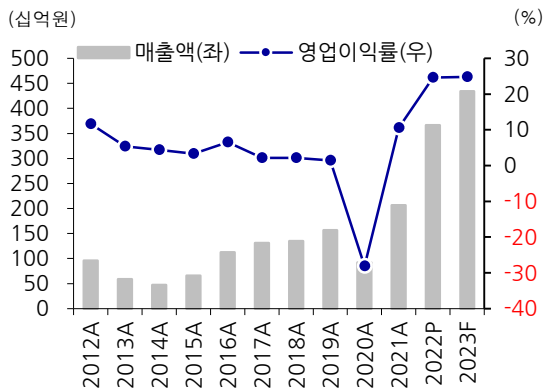


도표 4. 연간 실적 전망(연결 기준)

(십억원, %)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022P	2023F
매출액	95.9	58.5	47.1	65.5	112.3	130.8	135.0	156.7	92.1	206.4	366.3	434.4
증가율(yoy, %)	-	-39.0	-19.4	39.0	71.3	16.5	3.2	16.1	-41.2	124.1	77.5	18.6
수익												
매출원가	76.4	48.0	36.9	54.8	91.9	112.6	114.2	133.0	96.1	164.0	248.5	293.7
매출총이익	19.4	10.4	10.3	10.8	20.4	18.2	20.8	23.7	-4.1	42.3	117.8	140.7
판매관리비	8.2	7.3	8.2	8.6	13.0	15.4	17.9	21.4	21.8	20.5	27.6	32.8
영업이익	11.2	3.2	2.1	2.2	7.3	2.8	2.9	2.2	-25.9	21.8	90.2	107.8
세전이익	10.0	-2.9	-0.9	1.8	8.3	2.3	0.4	1.5	-28.6	21.4	86.0	104.2
당기순이익	8.5	-2.9	-0.7	4.0	7.7	3.1	0.6	0.4	-29.0	18.6	66.9	76.5
지배주주 당기순이익	8.5	-3.0	-0.7	3.9	7.2	3.2	0.4	1.0	-27.8	18.6	66.6	76.2
이익률(%)												
매출원가율	79.7	82.1	78.2	83.6	81.8	86.1	84.6	84.9	104.4	79.5	67.8	67.6
매출총이익률	20.3	17.9	21.8	16.4	18.2	13.9	15.4	15.1	-4.4	20.5	32.2	32.4
판매관리비율	8.6	12.5	17.4	13.1	11.6	11.8	13.3	13.7	23.7	9.9	7.5	7.6
영업이익률	11.7	5.4	4.4	3.4	6.5	2.2	2.1	1.4	-28.1	10.6	24.6	24.8
세전이익률	10.5	-4.9	-1.9	2.8	7.4	1.8	0.3	0.9	-31.0	10.4	23.5	24.0
당기순이익률	8.8	-5.0	-1.4	6.1	6.8	2.4	0.4	0.3	-31.5	9.0	18.3	17.6
지배주주 당기순이익률	8.8	-5.1	-1.5	6.0	6.5	2.5	0.3	0.7	-30.2	9.0	18.2	17.5

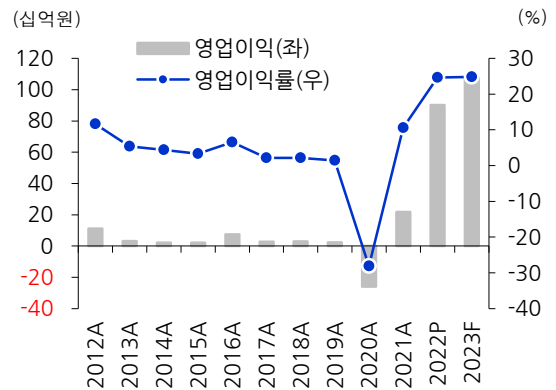
자료: 에치에프알, 유진투자증권

도표 5. 매출액 증가와 함께 높은 수익성 유지



자료: 에치에프알, 유진투자증권

도표 6. 높은 수익성 유지 전망



자료: 에치에프알, 유진투자증권



## II. Peer Valuation

도표 7. Peer Group Valuation Table

	에치에프알	평균	서진시스템	오이솔루션	솔리드	에이스테크	유비쿼스
	A230240		A178320	A138080	A050890	A088800	A264450
주가	33,200		16,500	18,870	6,150	5,820	15,880
시가총액(십억원)	447.8		620.1	200.5	376.5	261.5	162.7
PER(배)							
FY20A	-	31.9	-	48.1	-	-	15.8
FY21A	23.0	17.6	20.7	25.9	15.8	-	8.1
FY22F	6.7	13.8	-	-	13.8	-	-
FY23F	5.9	21.9	-	32.9	10.5	22.3	-
PBR(배)							
FY20A	5.5	7.6	3.8	4.0	5.2	17.2	2.5
FY21A	4.6	4.2	2.3	2.3	2.1	10.3	1.8
FY22F	2.6	3.2	-	1.3	1.6	6.5	-
FY23F	1.8	2.6	-	1.3	1.4	5.1	-
매출액(십억원)							
FY20A	92.1		321.9	103.2	171.2	210.8	110.5
FY21A	206.4		606.2	98.7	212.3	232.8	139.1
FY22F	366.3		-	78.2	254.6	250.8	-
FY23F	434.4		-	98.1	311.1	351.0	-
영업이익(십억원)							
FY20A	-25.9		4.9	7.3	-15.7	-61.4	19.0
FY21A	21.8		58.0	1.7	6.1	-35.5	31.9
FY22F	90.2		-	-7.4	22.9	-30.1	-
FY23F	107.8		-	5.5	40.6	16.0	-
영업이익률(%)							
FY20A	-28.1	-7.4	1.5	7.1	-9.2	-29.1	17.2
FY21A	10.6	-0.3	9.6	1.7	2.9	-15.2	22.9
FY22F	24.6	-4.2	-	-9.5	9.0	-12.0	-
FY23F	24.8	7.7	-	5.6	13.1	4.6	-
순이익(십억원)							
FY20A	-29.0		-5.8	12.4	-11.9	-83.1	16.1
FY21A	18.6		38.6	14.4	23.7	-31.8	28.8
FY22F	67.4		-	-1.8	27.3	-27.7	-
FY23F	76.5		-	6.1	35.9	12.5	-
EV/EBITDA(배)							
FY20A	-	35.3	28.2	42.3	-	-	8.0
FY21A	16.2	12.8	10.7	17.4	10.2	-	3.7
FY22F	4.2	134.1	-	256.1	12.1	-	-
FY23F	2.9	14.2	-	16.9	7.1	18.7	-
ROE(%)							
FY20A	-35.7	-26.8	-2.3	8.6	-10.1	-103.5	16.9
FY21A	22.3	-1.8	12.8	9.4	15.5	-44.8	25.1
FY22F	50.6	-12.4	-	-1.2	12.9	-48.9	-
FY23F	36.5	14.6	-	4.0	14.4	25.3	-

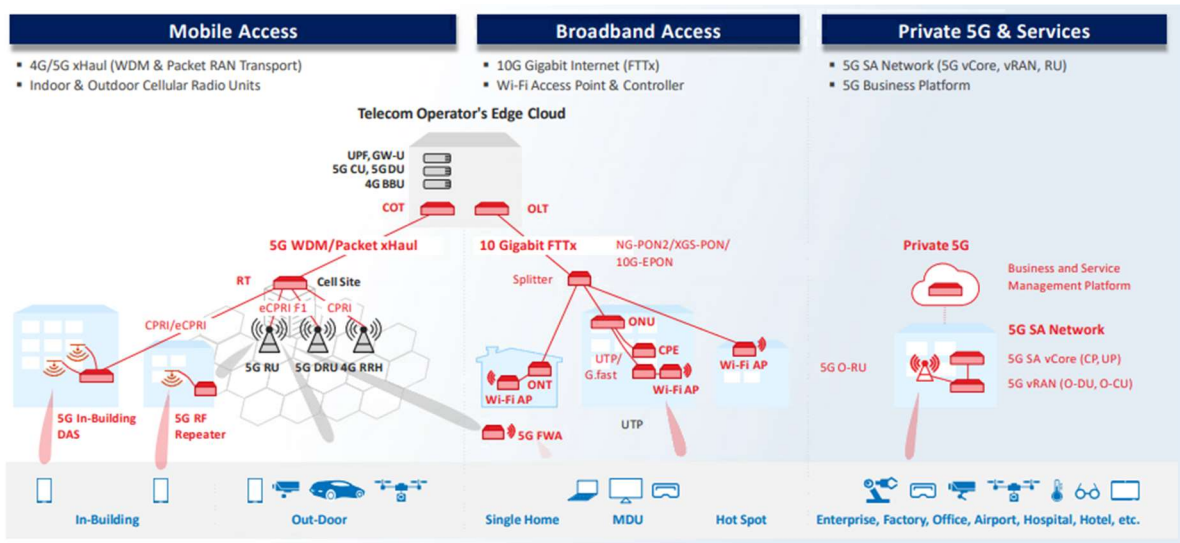
주: 2023.02.22 종가 기준. 에치에프알은 당사 추정치임. 나머지는 컨센서스 자료. QuantWise, 유진투자증권.



### III. 회사 소개

통신 인프라 시스템을 구축하기 위한 통신 장비 제조업체

도표 8. 사업 영역: 유선 및 무선 및 특화망 통신장비 제조업체



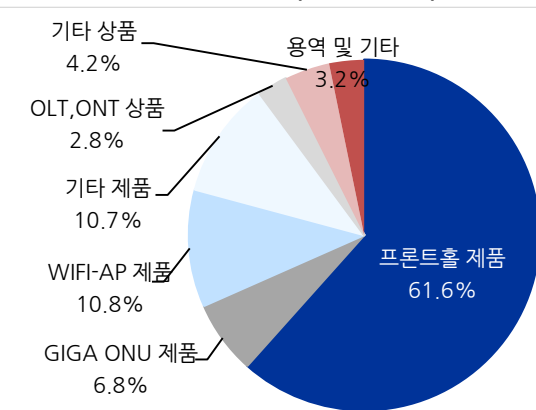
자료: IRBook, 유진투자증권

도표 9. 주요 연혁

연도	주요 사업 내용
2000.01	(주)에치에프알 설립
2010.05	(주)지피시스 인수: Switching 장비군 개발 본격화
2010.07	(주)에스엔에이치 인수: KT 향 매출 개시
2013.07	세계최초 C-RAN 기술 상용화
2016.08	미국 Verizon flexiHaul 공급사업자 선정
2016.08	올래디오(주)(구.티앤아이) 인수
2018.03	Celcom, Digi, Maxis(말레이시아), 캐나다 벨 flexiHaul 공급계약
2018.11	코스닥시장 상장(스팩합병 상장)
2019.06	SK 텔레콤 5G 프론트홀(5G-PON) 공급계약 체결
2019.07	(주)씨씨웰 설립 (ccWell, Inc.)
2020.03	(주)엔텔스 지분인수

자료: 유진투자증권

도표 10. 제품별 매출 비중 (2021년 기준)



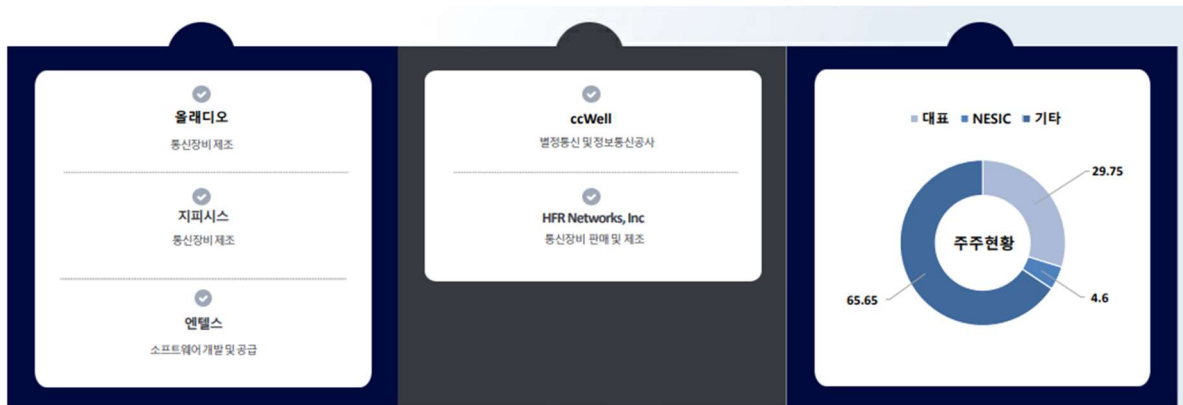
자료: 유진투자증권



도표 11. 성장 연혁

자료: IR Book, 유진투자증권

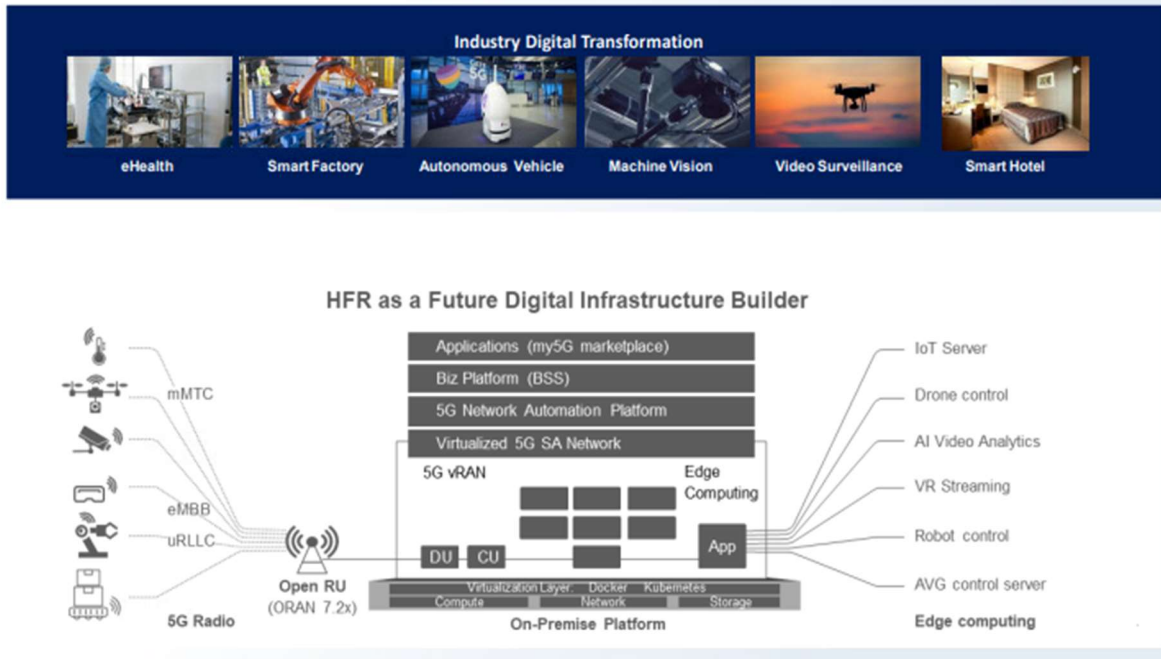
도표 12. 자회사 및 주주 현황



자료: IR Book, 유진투자증권



도표 13. Corporate Identity: 디지털 인프라를 위한 통신 솔루션 공급



자료: IRBook, 유진투자증권

도표 14. 미국, 일본, 말레이시아에 해외 지사를 두고 글로벌 사업 확대















자료: IRBook, 유진투자증권



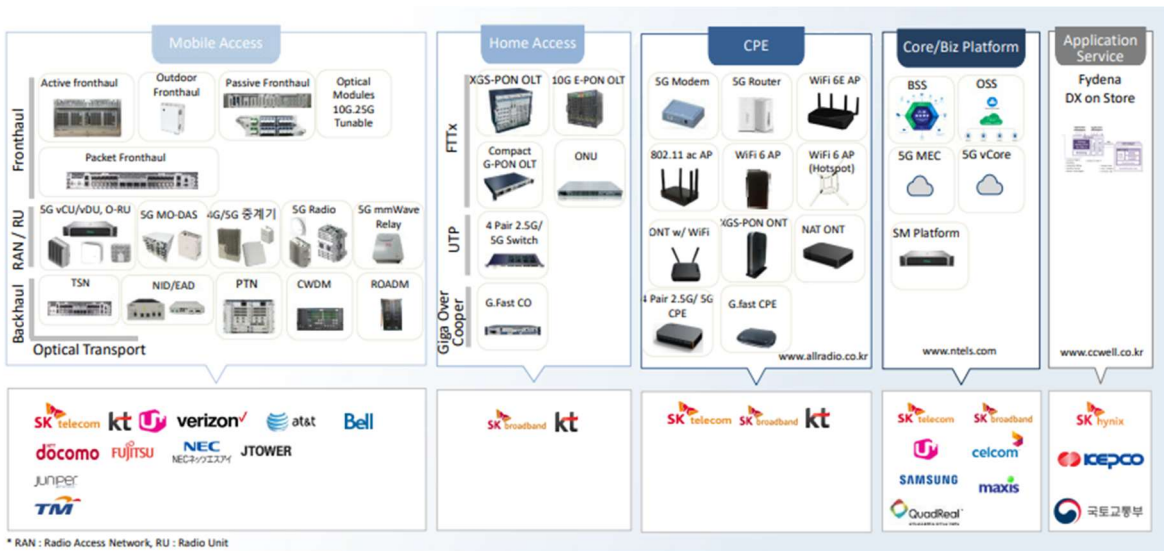


도표 15. 국내외 주요 통신사업자 및 장비업체를 고객으로 확보

	Mobile Access	Broadband Access	Private 5G & Services	 HFR's Ecosystem
Customers				
Partner Companies				
Subsidiaries and affiliates				
Overseas Branch				

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 16. 사업 영역과 주요 고객 현황



자료: IR Book, 유진투자증권





도표 17. 사업 부문별 사업 방향



자료: IRBook, 유진투자증권

도표 18. 사업 부문별 주요 실적



자료: IRBook, 유진투자증권



도표 19. 시스템 경영 및 대외 인증

자체 시스템 경영 및 프로세스 정립	대외 심사	고객사 심사 : 글로벌 표준
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2007년 시스템경영 체계 도입</li> <li>• 매월 1회 혁신 및 개선 제안 활동</li> <li>• 매년 정기 업데이트</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• TL 9000 / ISO 9001</li> <li>• ISO 140001</li> <li>• NEBS Level 3</li> <li>• EcoVadis for sustainable growth</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 글로벌 스탠다드에 의해 공급사 프로세스 품질 심사하는 글로벌 통신 사업자 및 글로벌 통신 장비 벤더의 심사 모두 통과</li> </ul> 

자료: IRBook, 유진투자증권

도표 20. 글로벌 표준기구와의 연계

글로벌 표준 기구				
CBRS Alliance	O-RAN Alliance	IEEE 1914.3	SCTE ISBE	TIP
 <p>미국 3.5GHz 광대역 서비스를 위한 LTE 솔루션 개발, 상용화 및 채택을 위한 회원 지원</p>	 <p>상호 운용이 가능한 개방형 인터페이스 및 RAN 가상화</p>	 <p>IEEE 이더넷 무선 캡슐화 및 맵핑 표준</p>	 <p>케이블 통신 응용 과학 분야 리더</p>	 <p>글로벌 통신 네트워크 인프라 구축 및 배치를 위한 엔지니어링 중심의 협업 프로젝트</p>

자료: IRBook, 유진투자증권



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

