



에치에프알 (230240)

BUY (유지)

악순환의 연속, 하지만 매도보단 매수가 유리할 듯

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(5.02) 26,950원

매수 유지, TP 5만원으로 하향, 그래도 전략상 매수가 유리

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	855.61
52주 최고/최저(원)	39,400/23,400
시가총액(십억원)	363.5
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	13,489.0
60일 평균 거래량(천주)	234.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.4
외국인지분율(%)	4.84
주요주주 지분율(%)	
정종민 외 1인	30.26

HFR에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. 올해 상반기 실적이 당초 예상보다 부진할 것으로 예상되지만 네트워크장비 업황 및 해외 시장 동향은 당초 기대 이상으로 양호하며 현 주가가 이미 2023년 상반기 실적 부진을 충분히 반영한 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 12개월 목표주가를 5만원으로 하향 조정한다. 실적 전망치 하향 조정과 함께 실적 기대감 저하가 Multiple에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 점을 고려하였다. 단 5G 장비 섹터 실적 흐름이 양호하다는 것을 감안하여 최소 PER 13배 수준 적용은 가능할 것으로 판단하였다. 전략상 이미 단기 실적 부진이 주가에 기반영된 바 매도하기보다는 2023년 4분기 이후 실적 호전을 감안한 보유/저점 매수를 추천한다.

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	442.2	528.7
영업이익(십억원)	116.2	151.3
순이익(십억원)	85.8	116.2
EPS(원)	6,350	8,614
BPS(원)	20,486	29,101

상반기 실적 부진 예상, 하반기 매출처 확대 양상은 기대

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	206.4	366.3	326.0	443.2
영업이익	21.8	90.2	69.9	111.3
세전이익	21.4	86.1	68.8	110.9
순이익	18.6	68.3	53.0	85.4
EPS	1,440	5,118	3,927	6,331
종감율	흑전	255.42	(23.27)	61.22
PER	23.06	7.23	6.86	4.26
PBR	4.63	2.81	1.58	1.15
EV/EBITDA	16.21	4.23	3.08	1.38
ROE	22.30	50.63	25.99	31.27
BPS	7,177	13,151	17,078	23,409
DPS	0	0	0	0

HFR은 2023년 1분기에 연결 매출액 384억원(-15% YoY, -60% QoQ), 연결 영업이익 26억원(-51% YoY, -85% QoQ)으로 당초 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적 발표가 예상된다. 지난해부터 이어지던 미국 프론트홀 매출이 이번 분기에도 어느 정도는 나와줄 것이라 2021년 수준의 분기 적자는 아니겠지만 확실히 최근 수주 성과 부진, P/O 급감 여파가 작용하며 2022년 1분기대비 매출액/영업이익 모두 감소가 불가피해 보인다. 이러한 현상은 2분기에도 이어질 전망이다며 계절적 비수기를 벗어난다는 점을 제외하곤 1분기와 큰 차이가 없을 것으로 보인다. 최근 공을 들이고 있는 미국 신규 사업자와 5G 특화망 성과 정도를 하반기에 기대할 수 있을 듯하다.

주가는 하락할 것도 없을 것, 모든 우려 선반영 판단

2021년 3분기~2022년 3분기까지 놀라운 실적 개선에도 불구하고 HFR 주가는 크게 오르지 못했다. 특히 2022년 2~3분기 실적 시즌엔 이해가 가지 않을 정도의 주가 부진을 나타냈다. 아마도 2022년 말~2023년 상반기 실적 부진 가능성을 미리 염두에 두고 투자 전략이 설정된 데 따른 것으로 보인다. 그렇다면 여기서 매도할 이유가 있을까 싶다. 이 주가에선 2023년 하반기 이후 실적 개선이 이루어진다면 주가는 오히려 상승할 가능성이 높기 때문이다.



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 고연수 yeonsookoh@hanafn.com

표 1. HFR 2023년 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

구분	1Q23F	1Q22	YoY	4Q22	QoQ
매출액	38.4	45.4	(15.4)	97.1	(60.5)
영업이익	2.6	5.3	(50.9)	16.9	(84.6)
영업이익률	6.8	11.7	(4.9)	17.4	(10.6)
순이익	1.9	4.5	(57.7)	1.9	0.0

자료: HFR, 하나증권

표 2. HFR 연간 수익예상 변경

(단위: 십억원, %)

구분	2023F				2024F			
	변경후	변경전	차액	%	변경후	변경전	차액	%
매출액	326.0	450.0	(124.0)	(27.6)	443.2	528.7	(85.5)	(16.2)
영업이익	69.9	124.6	(54.7)	(43.9)	111.3	151.3	(40.0)	(26.4)
순이익	53.0	95.1	(42.1)	(44.3)	85.4	116.2	(30.8)	(26.5)

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: 하나증권

표 3. HFR 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
매출액	45.4	96.8	127.0	97.1	38.4	51.4	108.7	127.5
영업이익	5.3	26.7	41.3	16.9	2.6	8.4	23.1	35.8
(영업이익률)	11.7	27.6	32.5	17.4	6.8	16.3	21.3	28.1
세전이익	6.1	28.0	54.4	(2.5)	2.5	8.2	22.8	35.3
순이익	4.5	20.4	39.9	1.9	1.9	6.3	17.6	27.2
(순이익률)	9.9	21.1	31.4	2.0	4.9	12.3	16.2	21.3

주: 순이익은 지배주주 귀속분임

자료: HFR, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	206.4	366.3	326.0	443.2	579.7
매출원가	164.0	246.6	238.7	324.5	424.5
매출총이익	42.4	119.7	87.3	118.7	155.2
판매비	20.5	29.5	17.4	7.4	(12.4)
영업이익	21.8	90.2	69.9	111.3	167.6
금융손익	(2.3)	(1.3)	(1.0)	(0.8)	(0.6)
중속/관계기업손익	0.2	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.6	(2.4)	(0.1)	0.4	0.4
세전이익	21.4	86.1	68.8	110.9	167.4
법인세	2.7	17.5	15.8	25.5	38.5
계속사업이익	18.6	68.6	53.0	85.4	128.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.6	68.6	53.0	85.4	128.9
비배주주지분 손이익	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	18.6	68.3	53.0	85.4	128.9
지배주주지분포괄이익	18.5	68.2	52.2	84.1	127.0
NOPAT	19.0	71.9	53.8	85.7	129.1
EBITDA	27.1	96.1	75.2	114.8	169.9
성장성(%)					
매출액증가율	124.10	77.47	(11.00)	35.95	30.80
NOPAT증가율	흑전	278.42	(25.17)	59.29	50.64
EBITDA증가율	흑전	254.61	(21.75)	52.66	48.00
영업이익증가율	흑전	313.76	(22.51)	59.23	50.58
(지배주주)순이익증가율	흑전	267.20	(22.40)	61.13	50.94
EPS증가율	흑전	255.42	(23.27)	61.22	50.94
수익성(%)					
매출총이익률	20.54	32.68	26.78	26.78	26.77
EBITDA이익률	13.13	26.24	23.07	25.90	29.31
영업이익률	10.56	24.62	21.44	25.11	28.91
계속사업이익률	9.01	18.73	16.26	19.27	22.24

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,440	5,118	3,927	6,331	9,556
BPS	7,177	13,151	17,078	23,409	32,965
CFPS	2,368	7,180	5,440	8,369	12,370
EBITDAPS	2,105	7,203	5,578	8,511	12,596
SPS	16,019	27,452	24,168	32,856	42,976
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	23.06	7.23	6.86	4.26	2.82
PBR	4.63	2.81	1.58	1.15	0.82
PCFR	14.02	5.15	4.95	3.22	2.18
EV/EBITDA	16.21	4.23	3.08	1.38	0.29
PSR	2.07	1.35	1.12	0.82	0.63
재무비율(%)					
ROE	22.30	50.63	25.99	31.27	33.90
ROA	10.32	25.88	15.36	19.99	23.47
ROIC	42.10	143.97	98.40	153.76	218.75
부채비율	134.09	74.85	64.06	50.44	39.91
순부채비율	12.71	(52.14)	(57.23)	(65.16)	(70.54)
이자보상배율(배)	18.82	56.57	31.85	50.71	76.35

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	149.9	234.1	296.6	388.7	525.1
금융자산	64.7	160.4	199.8	273.8	381.7
현금성자산	63.5	158.5	197.3	270.8	378.0
매출채권	62.1	40.0	52.6	62.5	77.9
재고자산	19.6	31.2	40.9	48.7	60.7
기타유동자산	3.5	2.5	3.3	3.7	4.8
비유동자산	66.8	76.8	82.1	86.9	97.7
투자자산	33.4	38.5	49.1	57.5	70.5
금융자산	3.5	7.8	8.8	9.6	10.8
유형자산	21.4	25.1	22.9	21.5	20.5
무형자산	7.6	9.2	6.0	3.9	2.5
기타비유동자산	4.4	4.0	4.1	4.0	4.2
자산총계	216.8	310.9	378.7	475.7	622.7
유동부채	95.2	98.2	111.1	121.2	136.9
금융부채	52.1	39.0	39.0	39.0	39.1
매입채무	33.1	26.7	35.1	41.7	52.0
기타유동부채	10.0	32.5	37.0	40.5	45.8
비유동부채	29.0	34.9	36.8	38.3	40.7
금융부채	24.4	28.7	28.7	28.7	28.7
기타비유동부채	4.6	6.2	8.1	9.6	12.0
부채총계	124.2	133.1	147.9	159.5	177.6
지배주주지분	92.4	177.3	230.3	315.7	444.6
자본금	6.4	6.7	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	43.5	60.0	60.0	60.0	60.0
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	4.8	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	37.9	110.2	163.1	248.5	377.4
비지배주주지분	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	92.6	177.8	230.8	316.2	445.1
순금융부채	11.8	(92.7)	(132.1)	(206.0)	(314.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	0.0	109.5	54.1	85.6	126.1
당기순이익	18.6	68.6	53.0	85.4	128.9
조정	10.6	25.8	5.3	3.5	2.3
감가상각비	5.3	5.9	5.3	3.5	2.3
외환거래손익	(0.1)	7.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	5.6	12.4	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(29.2)	15.1	(4.2)	(3.3)	(5.1)
투자활동 현금흐름	(7.9)	(15.4)	(11.2)	(8.8)	(13.8)
투자자산감소(증가)	(0.3)	(5.2)	(10.6)	(8.4)	(13.0)
자본증가(감소)	(3.4)	(6.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(4.2)	(4.0)	(0.6)	(0.4)	(0.8)
재무활동 현금흐름	30.6	6.1	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	31.1	(8.8)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	16.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	22.7	95.0	32.3	73.5	107.2
Unlevered CFO	30.5	95.8	73.4	112.9	166.9
Free Cash Flow	(4.1)	103.0	54.1	85.6	126.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에치에프알



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.5.3	BUY	50,000	-	-
23.1.26	BUY	80,000	-60.21%	-55.63%
22.3.30	BUY	63,000	-48.37%	-36.90%
21.6.25	Not Rated	-	-	-

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 5월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2023년 5월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.09%	4.46%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 04월 30일