

2022. 8. 16



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

-원

현재주가 (8.16)

35,100 원

상승여력

-

KOSDAQ	834.74pt
시가총액	4,735억원
발행주식수	1,349만주
유동주식비율	65.00%
외국인비중	1.82%
52주 최고/최저가	39,750원/17,850원
평균거래대금	37.0억원

주요주주(%)

정종민 외 1 인 30.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.9	27.4	61.4
상대주가	11.3	34.0	101.2

주가그래프



에치에프알 230240

역대 최대 실적으로 기대에 보답

- ✓ 2Q22 연결 영업이익 267억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(84억원) 크게 상회
- ✓ 수주잔고 감안 시 3Q22에도 2Q22를 뛰어넘는 외형 성장 및 이익 개선 지속 전망
- ✓ 2022년 매출액 3,383억원(+63.9% YoY), 영업이익 775억원(+260.0% YoY) 전망
- ✓ 연내 국내 '이음 5G' 사업 구체화. 일본 NESIC과의 추가적인 사업 협력 기대
- ✓ 2022년 예상 PER 7.4배로 국내 무선 통신장비 Peer 대비 여전히 낮은 밸류에이션

2Q22 Review: 작년 연간 영업이익을 상회한 2분기 영업이익

2Q22 연결 실적은 매출액 968억원(+147.3% YoY), 영업이익 267억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 84억원)를 크게 상회했다. 국내 매출은 206억원으로 전년 대비 -12.5% 감소한 반면, 해외 매출이 763억원(+386.8% YoY)으로 크게 증가했다. 2021년 11월 수주한 후지쯔(Fujitsu) 물량 1,876억원 중 1Q22 자재 이슈로 납품되지 못한 물량이 2Q22로 이연된 효과가 있었으나, 아직 절반 이상의 수주 물량이 남아 있다는 점을 감안하면 3Q22에도 외형 성장은 지속될 전망이다. 2021년 장납기 자재 물량을 선제적으로 확보하며 2Q22 높은 영업이익률(27.6%)을 기록했고, 이러한 효과는 3Q22까지 이어져 분기 이익 성장 가능성도 긍정적이다.

2022년 연결 영업이익 775억원(+260.0% YoY) 전망

2022년 연결 매출액은 3,383억원(+63.9% YoY), 영업이익 775억원(+260.0% YoY)을 전망한다. 연말에 가까워질수록 해외 매출은 줄고 국내 매출이 증가할 전망이며, 국내 이음(Private) 5G 사업 진행 속도에 따라 추가적인 실적 개선도 가능하다. 지난 5월 261억원의 북미향 1차 수주 계약에 이어, 연내 후속 물량에 대한 공급 내용이 구체화될 전망이며, 캐나다, 프랑스 등 해외 통신사향 매출 다변화가 기대된다.

최근 주가 상승에도 여전히 낮은 밸류에이션

지난 2월 NEC 자회사 NESIC과 5G 솔루션 총판 계약을 체결하면서 특화망(Private 5G) 매출 발생 기대감이 고조되고 있으며, 국내도 4Q22부터 정부 주도 '이음 5G' 사업들이 구체화될 전망이다. 동사의 현재 주가는 2022년 예상 실적 기준 PER 7.6배로 5G 무선 통신장비 Peer 대비 여전히 저평가 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	130.8	2.8	3.2	317	-59.0	4,715	31.2	2.1	5.1	6.2	90.8
2018	135.0	2.9	0.4	41	-82.2	6,658	274.4	1.7	18.6	0.5	60.2
2019	156.7	2.3	1.0	86	-37.1	6,741	338.1	4.3	52.6	1.3	67.1
2020	92.1	-25.9	-27.8	-2,294	-6,984.2	5,742	-13.7	5.5	-18.2	-37.6	93.0
2021	206.4	21.8	18.6	1,441	-160.4	7,175	23.0	4.6	16.2	20.1	134.1

표1 에치에프알 2Q22 실적 Review

(십억원)	2Q22	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	96.8	39.2	147.3	45.4	113.3	58.6	65.3	58.6	65.3
영업이익	26.7	-0.7	흑전	5.3	406.9	8.4	218.0	8.6	210.6
세전이익	28.0	-1.2	흑전	6.1	360.4	8.2	241.6	8.9	214.8
순이익	20.5	-1.2	흑전	4.5	355.4	6.5	215.5	6.9	197.2

자료: 에치에프알, 메리츠증권 리서치센터

표2 에치에프알 수주 현황

계약일자	계약상대방	계약기간		계약금액 (십억원)	판매공급지역	주요사업
		시작일	종료일			
2022/05/13	Fujitsu(USA)	2022/05/13	2023/03/07	26.1	미국	Fronthaul
2021/11/29	Fujitsu(Japan)	2021/11/29	2022/07/06	13.8	일본	DBRU Filter
2021/11/24	Fujitsu(USA)	2021/11/24	2022/10/01	158.5	미국	Fronthaul
2021/11/12	Fujitsu(USA)	2021/11/12	2022/03/01	10.8	미국	Fronthaul
2021/11/03	Fujitsu(USA)	2021/11/03	2022/03/01	4.5	미국	광선로 감시 솔루션
2021/08/04	Fujitsu(Japan)	2021/09/11	2022/02/26	15.5	일본	DBRU Filter
2021/07/05	Fujitsu(USA)	2021/07/03	2021/12/31	8.8	미국	Fronthaul
2021/05/07	Fujitsu(Japan)	2021/05/06	2021/08/13	5.1	일본	DBRU Filter
2021/05/04	Fujitsu(USA)	2021/04/01	2021/12/01	17.1	미국	Fronthaul
2021/02/08	Fujitsu(Japan)	2021/02/06	2021/06/30	5.2	일본	DBRU Filter

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림1 에치에프알 제품 라인업 및 주요 고객사



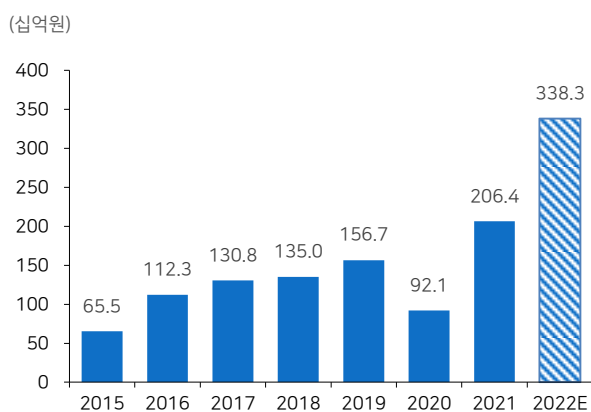
자료: 에치에프알, 메리츠증권 리서치센터

표3 에치에프알 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	15.3	39.2	58.0	93.9	45.4	96.8	107.8	88.3	156.7	92.1	206.4	338.3	386.1
% YoY	53.8	78.4	204.7	128.2	196.4	147.3	85.9	-6.0	16.0	-41.2	124.1	63.9	14.1
제품매출	11.1	35.4	53.8	85.2	41.5	93.0	103.1	82.5	136.0	83.7	185.4	320.1	363.0
Fronthaul	3.8	20.0	42.8	60.5	30.5	80.1	87.5	53.0	82.8	27.0	127.1	251.1	291.8
GIGA NOU	3.6	2.4	1.9	6.1	3.8	2.7	4.0	8.7	19.4	18.8	14.0	19.2	18.5
WIFI-AP	1.5	8.6	4.5	7.8	5.6	6.6	7.9	11.1	31.8	27.8	22.3	31.3	30.1
기타	2.3	4.3	4.6	10.8	1.4	3.5	3.8	9.7	2.0	10.1	22.0	18.5	22.7
상품매출	2.2	2.5	3.4	6.2	2.6	2.8	3.1	3.4	18.2	4.9	14.3	11.9	13.9
OLT, ONT	0.0	0.6	1.2	3.8	0.0	0.2	1.1	2.0	12.1	1.3	5.7	3.2	4.9
기타	2.2	1.9	2.2	2.3	2.6	2.6	2.0	1.5	6.1	3.6	8.6	8.7	9.0
용역매출	1.9	1.3	0.8	2.5	1.3	1.0	1.6	2.3	2.4	3.4	6.5	6.2	9.0
기타매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
매출원가	16.8	34.8	40.7	71.7	34.1	63.7	71.7	66.2	133.0	96.1	164.0	235.7	277.7
매출원가율(%)	109.8	88.9	91.5	76.4	75.2	65.8	66.5	75.0	84.9	104.4	79.5	69.7	71.9
판관비	4.9	5.0	4.6	5.9	6.0	6.4	5.9	6.7	21.4	21.8	20.5	25.0	24.7
판관비율(%)	31.8	12.8	8.0	6.3	13.2	6.7	5.5	7.6	13.7	23.7	9.9	7.4	6.4
영업이익	-6.4	-0.7	12.7	16.0	5.3	26.7	30.2	15.4	2.2	-25.9	21.8	77.5	83.6
% YoY	적확	적확	흑전	흑전	흑전	흑전	138.2	-3.5	-21.9	적전	흑전	260.0	7.8
영업이익률(%)	-41.6	-1.8	21.8	17.0	11.6	27.6	28.0	17.4	1.4	-28.1	10.4	22.9	21.7
세전이익	-6.2	-1.2	14.7	14.1	6.1	28.0	31.4	16.0	1.5	-28.6	21.4	81.5	87.0
법인세비용	0.0	0.0	1.4	1.2	1.6	7.5	6.9	3.5	1.0	0.5	2.7	19.5	19.1
당기순이익	-6.2	-1.2	13.3	13.1	4.5	20.5	24.5	12.5	0.4	-29.0	18.6	62.0	67.8
당기순이익률(%)	-40.7	-3.2	22.9	14.0	9.9	21.2	22.7	14.1	0.3	-31.5	9.2	18.3	17.6

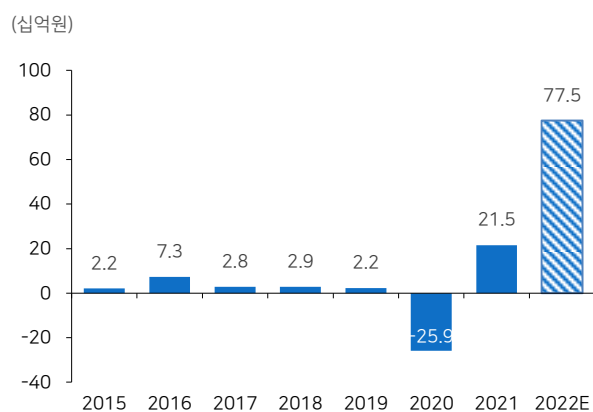
자료: 에치에프알, 메리츠증권 리서치센터

그림2 에치에프알 매출액 추이 및 전망



자료: 에치에프알, 메리츠증권 리서치센터

그림3 에치에프알 영업이익 추이 및 전망



자료: 에치에프알, 메리츠증권 리서치센터

에치에프알 (230240)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	130.8	135.0	156.7	92.1	206.4
매출액증가율 (%)	16.5	3.2	16.1	-41.2	124.1
매출원가	112.6	114.2	133.0	96.2	164.0
매출총이익	18.2	20.8	23.7	-4.1	42.3
판매관리비	15.4	17.9	21.4	21.8	20.5
영업이익	2.8	2.9	2.3	-25.9	21.8
영업이익률	2.2	2.1	1.4	-28.1	10.6
금융손익	-0.1	-0.2	0.1	-0.7	-2.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.1	0.9	0.2
기타영업외손익	-0.4	-2.3	-0.8	-2.9	1.6
세전계속사업이익	2.3	0.4	1.5	-28.6	21.4
법인세비용	-0.8	-0.2	1.0	0.5	2.7
당기순이익	3.1	0.6	0.4	-29.0	18.6
지배주주지분 순이익	3.2	0.4	1.0	-27.8	18.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	-1.8	-3.3	12.9	11.1	0.0
당기순이익(손실)	3.1	0.6	0.4	-29.0	18.6
유형자산상각비	0.8	0.7	1.4	1.9	2.0
무형자산상각비	1.8	3.2	3.0	3.1	3.3
운전자본의 증감	-6.4	-12.2	5.2	28.2	-29.2
투자활동 현금흐름	-3.5	4.4	-13.4	-39.9	-7.9
유형자산의증가(CAPEX)	0.8	1.9	7.9	8.3	4.1
투자자산의감소(증가)	1.5	0.6	-1.7	29.4	0.5
재무활동 현금흐름	-0.8	14.2	14.6	35.9	30.6
차입금의 증감	-1.1	-3.4	9.8	2.4	29.5
자본의 증가	2.8	-2.9	4.8	12.6	3.7
현금의 증가(감소)	-9.6	15.3	14.0	6.3	23.2
기초현금	14.5	4.8	20.1	34.1	40.4
기말현금	4.8	20.1	34.1	40.4	63.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	77.5	101.5	102.8	74.6	150.0
현금및현금성자산	4.8	20.1	34.1	40.4	63.5
매출채권	42.9	49.7	33.6	14.3	62.1
재고자산	19.2	26.3	30.5	16.6	19.6
비유동자산	25.4	26.6	33.7	68.4	66.8
유형자산	3.9	5.1	12.3	19.4	21.4
무형자산	12.2	11.9	11.8	10.5	7.6
투자자산	5.6	6.2	4.6	33.1	33.4
자산총계	102.9	128.1	136.5	142.9	216.8
유동부채	38.1	40.2	42.1	43.6	95.2
매입채무	21.5	26.0	19.1	18.2	40.3
단기차입금	8.0	10.0	20.6	24.1	49.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.6	0.8	2.7
비유동부채	10.9	7.9	12.7	25.3	29.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.0	0.0	7.3	19.4	12.1
부채총계	49.0	48.2	54.8	68.9	124.2
자본금	2.5	5.9	6.0	6.4	6.4
자본잉여금	2.5	22.6	24.2	43.5	43.5
기타포괄이익누계액	1.1	4.5	4.6	4.4	4.8
이익잉여금	46.0	46.5	47.1	19.8	37.9
비지배주주지분	1.8	0.7	0.1	0.1	0.2
자본총계	53.9	79.9	81.7	74.1	92.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	12,915	12,862	12,989	7,598	16,019
EPS(지배주주)	317	41	86	-2,294	1,441
CFPS	1,199	1,048	892	-1,054	2,499
EBITDAPS	535	650	545	-1,726	2,105
BPS	4,715	6,658	6,741	5,742	7,175
DPS	50	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	31.2	274.4	338.1	-13.7	23.0
PCR	8.2	10.7	32.7	-29.8	13.3
PSR	0.8	0.9	2.2	4.1	2.1
PBR	2.1	1.7	4.3	5.5	4.6
EBITDA	5.4	6.8	6.6	-20.9	27.1
EV/EBITDA	5.1	18.6	52.6	-18.2	16.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	0.5	1.3	-37.6	20.1
EBITDA 이익률	4.1	5.1	4.2	-22.7	13.1
부채비율	90.8	60.2	67.1	93.0	134.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	1.0	0.6
이자보상배율(x)	8.1	6.7	5.5	-29.4	18.8
매출채권회전율(x)	3.0	2.9	3.8	3.8	5.4
재고자산회전율(x)	7.0	5.9	5.5	3.9	11.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%
2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	