

KOSDAQ | 기술하드웨어와장비

에치에프알 (230240)

지속적으로 진화하는 통신장비업계 맞형

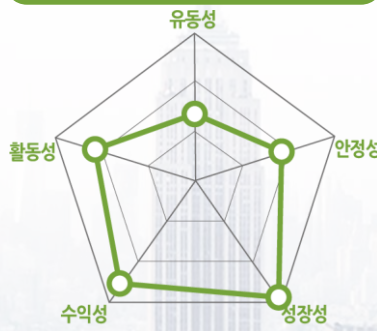
체크포인트

- 에치에프알은 2000년, SK텔레콤의 사내 벤처에서 분화되어 유/무선 정보통신 장비/기기의 개발/제조 목적으로 설립. 매출 비중은 Mobile Access 부문 78%, Broadband Access 부문 22%
- 전세계 모바일 데이터 트래픽은 구조적으로 성장. 따라서 이러한 데이터 트래픽의 증가를 감당하기 위해 통신장비 투자는 지속될 전망. 로봇, 자율주행, XR 등 5G 관련 미래 산업 성장은 더욱 고도화된 통신환경을 요구. 이는 통신장비 기업들에게 기회요인
- 2022년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 3,493억원, 893억원으로 추정(전년 대비 매출액 +69%, 영업이익 +309%). 북미 고객사의 프론트홀 대규모 주문/납품 효과와 환율 상승이 호조 요인. 2023년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 3,202억원(-8.3% YoY), 736억원(-17.6% YoY)으로 추정. 보수적으로 실적을 추정하나 1) 인빌딩 중계기 판매 확대, 2) 비용절감 노력, 3) 원재료 소싱 부담 일부 완화, 4) 통신 장비산업 수요의 성장 수혜 등으로 전년 대비 급격한 실적 하락은 제한적일 전망

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위비교, 우측으로 갈수록 저평가

에치에프알 (230240)

Analyst 백종석 jongsukbaek@kirs.or.kr
RA 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr

KOSDAQ

기술하드웨어와장비

에치에프알은 유/무선 정보통신 장비/기기 개발/제조 전문기업

에치에프알은 2000년, SK텔레콤의 사내 벤처에서 분화되어 유/무선 정보통신 장비/기기의 개발/제조 목적으로 설립. 매출 비중은 Mobile Access 부문 78%, Broadband Access 부문 22%로 구분

전세계 모바일 데이터 트래픽은 구조적으로 성장

전세계 모바일 데이터 트래픽은 구조적으로 성장. 따라서 이러한 데이터 트래픽의 증가를 감당하기 위해 통신장비 투자는 지속될 전망. 로봇, 자율주행, XR 등 미래 산업 성장은 더욱 고도화된 통신환경을 요구 중. 이는 통신장비 기업들에게 기회요인

에치에프알 투자포인트

1) 유/무선 통신장비 토털 솔루션 제공 가능, 2) 국내/외 탑티어 통신사업자에 납품한 다수 레퍼런스 후향 신규고객 확보 용이, 3) 특화망 사업의 중장기 성장 기대

2022년, 업계 내 돋보이는 호실적 예상. 관건은 2023년

2022년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 3,493억원, 893억원으로 추정(전년 대비 매출액 +69%, 영업이익 +309%). 북미 고객사의 프론트홀 대규모 주문/납품 효과와 환율 상승이 호조 요인. 2023년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 3,202억원(-8.3% YoY), 736억원(-17.6% YoY)으로 추정. 보수적 실적 추정의 이유는 북미 고객사 대량 물량의 점진적 감소 가능성에 기인. 다만, 1) 인발당 중계기 판매 확대, 2) 비용절감 노력, 3) 원재료 소싱 부담 일부 완화, 4) 통신 장비산업 수요의 성장 수혜 등으로 전년 대비 급격한 실적 감소는 제한적일 전망

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	1,567	921	2,064	3,493	3,202
YoY(%)	16.1	-41.2	124.1	69.3	-8.3
영업이익(억원)	22	-259	218	893	736
OP 마진(%)	1.4	-28.1	10.6	25.6	23.0
지배주주순이익(억원)	10	-278	186	760	622
EPS(원)	86	-2,294	1,440	5,698	4,612
YoY(%)	123.4	적전	흑전	295.6	-19.1
PER(배)	339.2	N/A	23.0	6.5	7.5
PSR(배)	2.2	4.1	2.1	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	52.7	N/A	16.2	5.1	5.7
PBR(배)	4.3	5.5	4.6	3.0	2.0
ROE(%)	1.3	-35.7	22.3	58.3	31.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/27)	34,400원
52주 최고가	39,750원
52주 최저가	23,400원
KOSDAQ (1/27)	741.25p
자본금	64억원
시가총액	4,640억원
액면가	500원
발행주식수	13백만주
일평균 거래량 (60일)	36만주
일평균 거래액 (60일)	122억원
외국인지분율	3.09%
주요주주	정종민 외 1인 30.26%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.7	13.9	19.2
상대주가	-17.1	22.3	36.6

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 에치에프알은 유/무선 정보통신 장비/기기 개발/제조 전문기업

에치에프알, 2000년 SK텔레콤 사내 벤처에서 분화되어 설립

에치에프알은 2000년, SK텔레콤의 사내 벤처에서 분화되어 유/무선 정보통신 장비/기기의 개발/제조 목적으로 설립되었다. 동사는 2002년 SK텔레콤의 ‘베스트 파트너’ 상을 수상했고 2004년에는 ‘KT WiBro 컨소시엄’에 참여하기도 했다.

동사는 2010년 5월 (주)지피시스를 인수하며 Switching 장비군 개발을 본격화했고, 같은 해 7월 (주)에스엔에이치를 인수하여 KT형 유선장비 매출을 개시했다. 이러한 인수합병들은 동사가 기존 사업인 무선 사업뿐 아니라 유선 사업을 탄탄히 구축해 가는데 기여했다.

2013~14년 동사는 대만 Taifo, 칭화텔레콤향으로 각각 인터넷장비 사업자, flexiHaul 사업자로 선정되며 수출을 시작했고, 2016년에는 미국 Verizon향으로 flexiHaul을 공급했다. 2018년 동사는 코스타시장에 상장했고, 2020년에는 통신사향 각종 운영지원시스템 공급을 주업으로 하는 소프트웨어기업 ‘엔텔스’를 인수했다(2022년 9월 30일 기준 동사의 엔텔스 지분율 20.03%). 2021년에는 Verizon으로부터 대량 주문을 받아 2021~22년 동사 실적은 크게 성장하게 되었다.

연혁



자료: 에치에프알, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 매출의 구성, 주요 제품

매출 비중

동사 매출 비중은 Mobile Access 부문 78%, Broadband Access 부문 22%로 이루어져 있다(3Q22 누적기준). 구체적으로 부문별 주요 제품들을 살펴보면 아래와 같다.

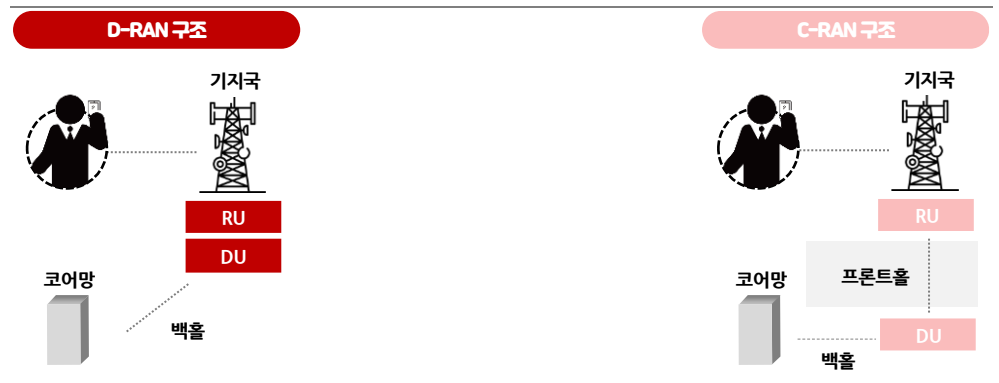
1. Mobile Access 내 제품(무선 관련 제품)

Fronthaul 장비는

고객 투자비 절감 가능

Fronthaul(프론트홀) 전송장비: 동사 주력 제품인 Fronthaul 장비(4G LTE 장비인 SCAN-WM, flexiHaul, 5G 장비인 5G-PON, 패킷 Fronthaul 등)는 고객의 투자비 절감을 위해 만들어진 제품이다. 즉 일체형 구조였던 기지국을 RU(Radio Unit, 전파를 송수신하는 부분)와 DU(Digital Unit, 데이터를 입출력/처리/관리하는 부분)로 분리하여 이를 광선로로 연결하는 솔루션으로, 주요 고객사는 한국, 미국, 일본의 이동통신사업자이다.

Fronthaul



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

건물 내 데이터 전송을
효과적으로 하는데 필요한
인빌딩 중계기

인빌딩 중계기: 동사는 대형 건물 등에서 데이터 트래픽을 효과적으로 전송하는데 필요한 인빌딩 중계기를 이동통신사업자에게 판매하고 있다. 주요 제품으로 엘리베이터내 설치 장비, 건물 지하에 설치하여 커버리지를 확대해주는 장비(TRIO), 인빌딩 공간에 5G 신호를 전달해 주는 중계장비(5G Active Relay)가 있다.

인빌딩 중계장비



자료: SK텔레콤, 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터, 주: 28GHz 대역 전용 인빌딩 중계기

OLT는 전통적인 통신장비
매출군

2. Broadband Access 내 제품(유선 관련 제품)

OLT: OLT(Optical Line Terminal)는 통신사업자 국사에 설치되어 최대 3천 명의 가입자에게 서비스를 제공할 수 있는 중앙 집중형 제품이다. 당사는 고객사로부터 동 제품 개발 의뢰를 받아 해당 제품에 대한 개발을 착수한 이래 현재까지 납품을 하고 있고, 소용량 제품에서 대용량 제품까지 다양한 제품을 판매하고 있다.

OLT



자료: 에치에프알, 한국IR협의회 기업리서치센터

ONU는 OLT와 광케이블로 연결

ONU: ONU(Optical Network Unit)는 아파트 등 지하 등에 설치된다. 이는 OLT와 광케이블로 연결하여 개별 가입자에게 인터넷 서비스를 제공하는 제품/장비이다. 가입자에 Giga급 인터넷 서비스를 제공하기 위해서는 기존에 구축되어 있는 UTP 케이블을 교체할 필요가 있으나, 당사는 기존 케이블 교체없이 속도를 증속할 수 있는 다양한 제품을 개발하여 공급 중이다.

ONU



자료: 에치에프알, 한국IR협의회 기업리서치센터

ONT는 WiFi AP장비 등

ONT(WiFi AP장비 등): ONT(Optical Network Terminal)는 가입자 집 안에 설치되어 인터넷, IPTV, VoIP 서비스를 가능하게 하는 제품/장비이다. OLT와 광케이블로 연결되어 서비스를 제공한다. ONT의 속도 증속을 위해서 광선로를 통해 ONU와 연결되는 CPE(Customer Premises Equipment) 장비가 있으며, ONT 및 CPE와 연결하여 WiFi 서비스를 제공하는 AP장비(Access Point) 등이 있다.

ONT



자료: 에치에프알, 한국IR협회의 기업리서치센터

**G-PON의 차세대 솔루션은
XGS-PON / NG-PON2:**

XGS-PON / NG-PON2: 고객사에 납품하고 있는 G-PON의 차세대 솔루션으로, 기 구축되어 있는 광케이블을 활용하여 네트워크 속도를 증속할 수 있는 솔루션이다. NG-PON2는 XGS-PON 플랫폼을 활용하여 하향 40Gbps 수준까지 서비스가 가능한 솔루션으로, 2020년 상용화되었다.

XGS-PON / NG-PON2 관련 제품군

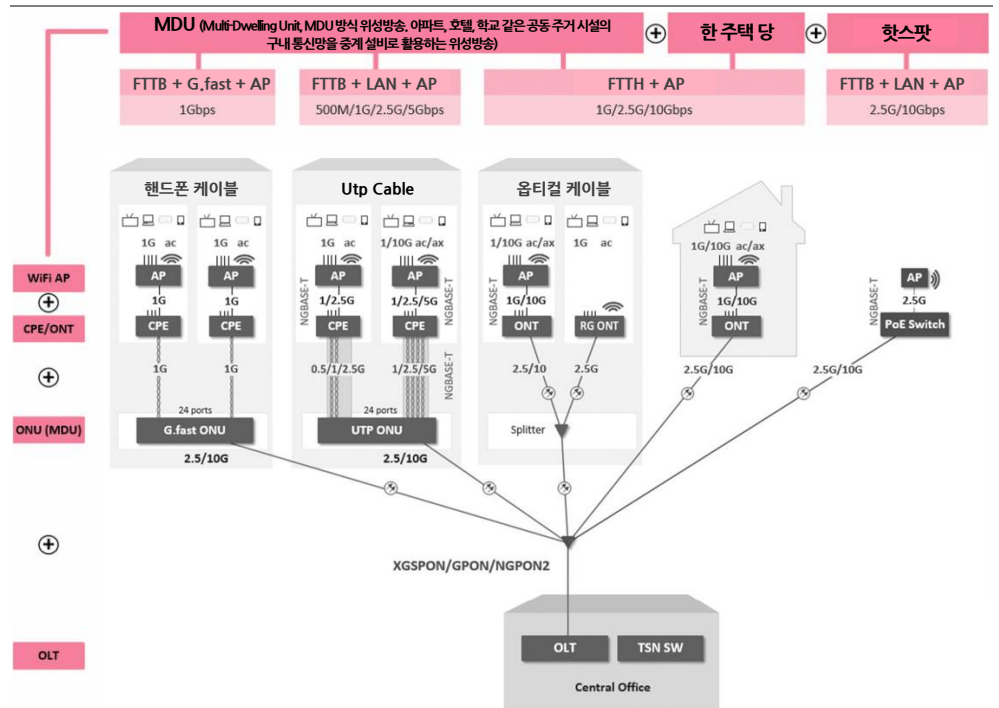


자료: 에치에프알, 한국IR협회의 기업리서치센터

**Broadband Access 부문
솔루션 주목**

Broadband Access 부문의 솔루션 구조를 전체적으로 조망해 보면 아래와 같다. 동사의 각 장비들이 어떤 부분에서 쓰이는지 참고해 볼 수 있다.

브로드밴드 액세스 솔루션 조직도(BROADBAND ACCESS SOLUTION ARCHITECTURE)



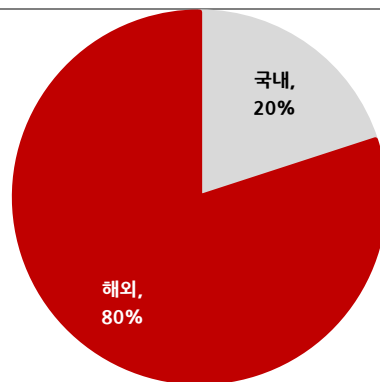
자료: 에치에프알, 한국R협회의 기업리서치센터

3 주고객, 판매경로

국내의 경우 SK 통신 계열사, KT가 주요 고객. 해외는 북미 사업사들 위주

국내의 경우 SK텔레콤(주), SK브로드밴드, KT 등 통신사업자가 주요 고객사이며, 내부 영업조직을 통해 직접 판매하는 구조이다. 기업 및 공공시장은 직접 판매와 더불어 필요시 다른 협력사와 제휴하여 제품을 판매하고 있다. 해외시장은 미국과 일본의 경우, 현지 통신장비 벤더를 경유하여 최종 고객사에 납품하고 있으며 말레이시아는 현지 재판매 업체를 경유하여 판매 중이다. 당사는 해외 시장에 대한 적극적인 영업을 위해 미국법인(HFR Networks Inc.)과 일본지사(HFR Japan) 그리고 말레이시아 합작 법인(KUB Tel)을 통해 영업활동을 전개 중이다. 해외의 경우 21~22년 북미 통신사업자(Verizon, AT&T)향 매출이 급증했다.

3Q22 누적 기준 국내, 해외 매출 비중



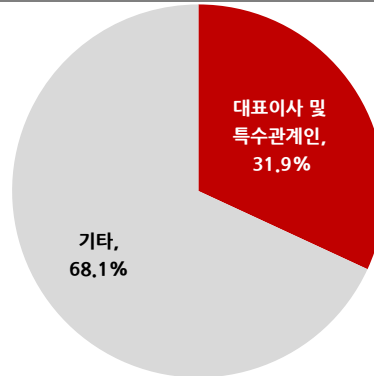
자료: 에치에프알, 한국R협회의 기업리서치센터

에치에프알 설립자는
정종민 대표이사

4 최대주주는 정종민 외 1인

최대주주는 정종민 외 1인으로 지분 31.9%를 보유 중이다(2022년 9월말 기준). 정종민 대표이사는 한국과학기술원(KAIST) 공학박사 출신으로, SK텔레콤 선임연구원을 거쳐 (주)에치에프알을 설립하고 설립 이후 대표이사로 재직 중이다.

주주 구성



자료: 에치에프알, 한국IR협의회 기업리서치센터

주: 2022년 9월 30일 기준

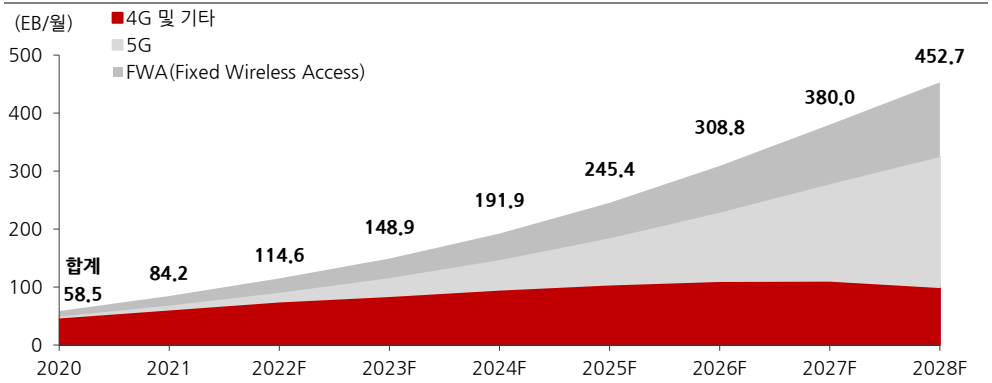
산업 현황

1 전세계 모바일 데이터 트래픽은 구조적으로 성장

모바일 데이터 트래픽은
2020~27년 6배 이상 성장

전세계 모바일 데이터 트래픽은 구조적으로 성장하고 있다. 글로벌 통신장비업체 에릭슨에 따르면, 글로벌 모바일(스마트폰, 태블릿, 라우터 등) 데이터 트래픽은 2020년 58.5EB/월에서 2027년 380.3EB/월로 6배 이상 성장할 것으로 보인다.

글로벌 모바일 데이터 트래픽 추이 및 전망

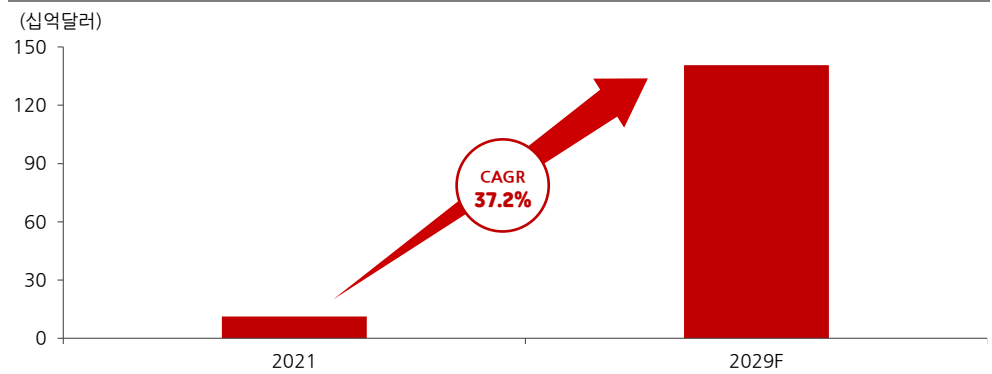


자료: Ericsson(December 2022), 한국IR협의회 기업리서치센터

데이터 트래픽 증가를 감당기 위해
통신장비 투자 지속 전망

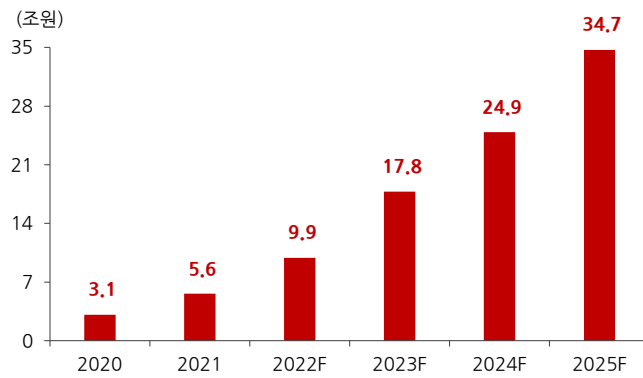
따라서 이러한 데이터 트래픽의 증가를 감당하기 위해서는 통신장비의 투자는 지속적으로 이루어질 수밖에 없다고 판단된다. 시장조사기관 Maximize Market Research에 따르면 글로벌 5G 기지국 시장 규모는 2021년 112억달러에서 2029년 1,406억달러로 성장할 것으로 전망된다. 연평균 성장률은 37.2%에 이를 전망이다.

글로벌 5G 기지국 시장 규모 전망



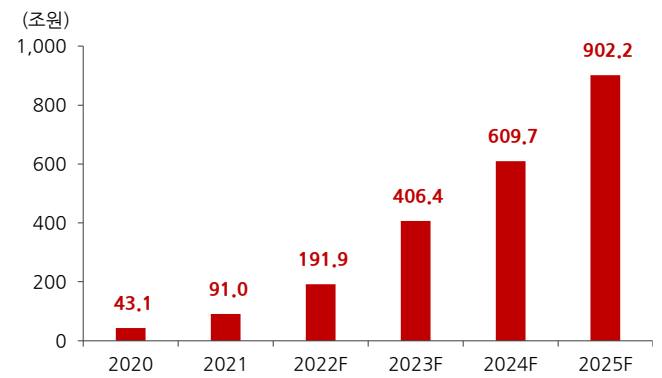
자료: Maximize Market Research, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 5G 시장 추이 및 전망



자료: KT경제경영연구소, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 5G 시장 추이 및 전망



자료: KT경제경영연구소, 한국IR협의회 기업리서치센터

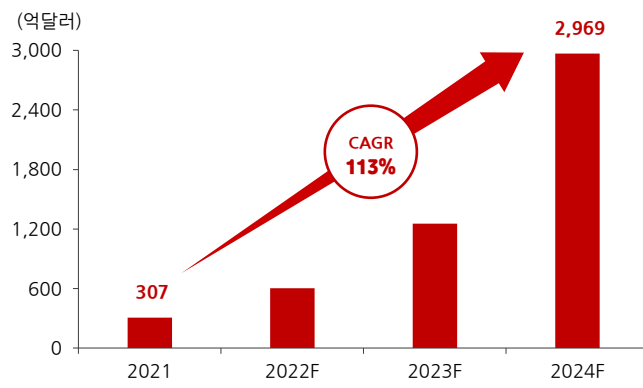
2 로봇, 자율주행, XR 산업 성장은 더욱 고도화된 통신환경을 요구

미래 산업 태동으로 통신 설비투자 가속화 기대

향후 데이터 트래픽을 크게 증가시킬 미래 산업은 이제 꿈이 아닌 현실로 다가오고 있다. 로봇, 자율주행, XR 산업은 이미 태동기이고 이는 전보다 빠른 통신 송/수신 환경을 요구하고 있다.

특히 동영상 트래픽이나 자율주행 관련 통신 송/수신은 초고속, 초지연(지연이 없는) 통신이 필수이다. 따라서 미래 산업 성장의 환경 속에서 5G 이상 통신장비에 대한 통신사업자의 설비투자는 지속적으로 증가할 것으로 기대된다. 이는 통신장비 업체들에게 기회요인으로 작용할 수 있다.

전세계 VR·AR 시장 규모 전망



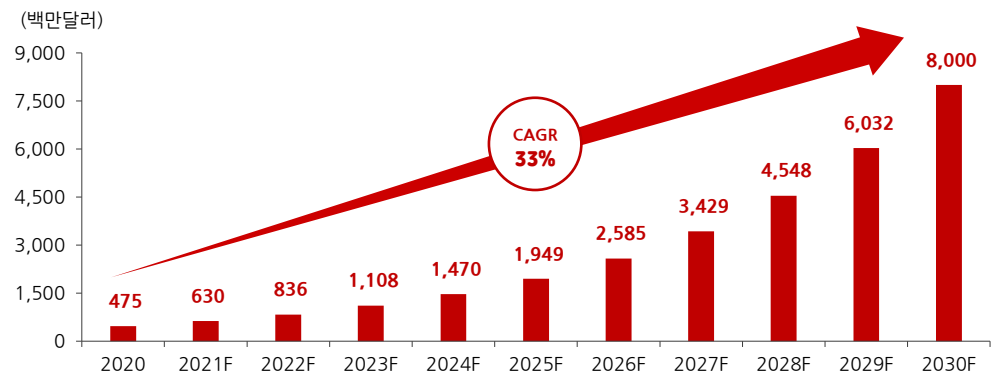
자료: Statista, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 기업별 VR·AR 기기 개발 현황

메타	VR 기기 '메타 퀘스트2' (2020년 10월 출시), 2021년 1,000만대 판매
애플	혼합현실(MR) 헤드셋 2023년내 출시 예상
소니	새 VR 기기 '플레이스테이션 VR2' 최종 디자인 공개
MS	AR 기기 홀로렌즈3 개발 중
구글	AR 헤드셋 개발 프로젝트 '아이리스' 시작, 2024년 출시 예정
스냅	2021년 5월 AR 글라스 스펙터클 공개
삼성전자	2018년 VR 기기 HMD오디세이 출시, 신제품 출시 계획 미정

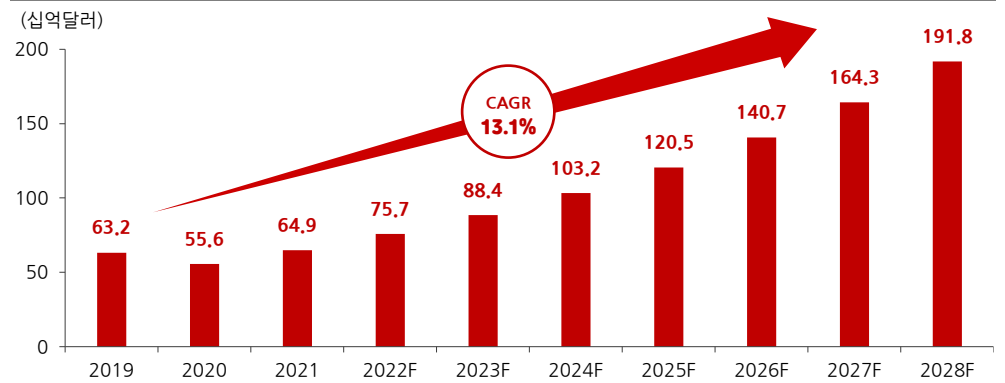
자료: 각 사, 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 협동 로봇 시장 매출액 추이 및 전망



자료: 한국무역협회 국제무역통상연구원, Statista, ABI Research, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 커넥티드 카 시장 전망



자료: Statista, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 유선통신망도 지속적으로 고도화 중

인터넷망 이제 10기가 속도

2019년 전후로 국내 유선통신망도 고도화되었다. 가정, 사무실 등에서 이용되는 초고속 인터넷망은 이제 10 Gbps 이상 속도로 망이 구성되고 있다. 10기가 인터넷은 데이터 통신 속도가 기존 대비 최대 10배 빠르다. 일상에서 동영상 소비가 일반화되면서 초고속 인터넷망 니즈는 커졌고 이러한 환경은 망 관련 하드웨어/소프트웨어 업체들에게 있어 기회 요인이다.

1기가 인터넷 vs 10기가 인터넷

구분	1기가 인터넷	10기가 인터넷
속도	100Mbps ~ 1Gbps	2.5 ~ 10Gbps
적용 기술	유선 FTTH, HFC, xDSL	FTTH, HFC, xDSL
	무선 LTE	5G
응용서비스	IPTV, 4K UHD TV	8K UHD TV, 홀로그램 AR·VR, IoT, AI

자료: 언론 취합, 한국IR협회의 기업리서치센터

통신사별 10기가 서비스 상용 계획

통신사	계획
KT	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 11월 1일, 국내 통신사 최초 서울 및 주요도시 10기가 인터넷 서비스 제공 개시 완전한 차세대 WiFi 성능 제공할 예정
SK 브로드밴드	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 5월, 국내 최초 2.5기가 상품인 '기가 프리미엄' 출시 2017년부터 서울과 안양지역 일부 고객 대상 10기가 시범서비스 시작
LG U+	<ul style="list-style-type: none"> 2017년 12월, 홈 10기가 인터넷 솔루션 개발해 기술 시연 성공

자료: 언론 취합, 한국IR협회의 기업리서치센터

경쟁력 있는 통신장비 기업의 수출 기회는 열려 있어

해외의 경우는 미국, 유럽 등을 제외하고 전반적인 유선통신망 인프라는 국내에 비해 열위인 것으로 판단된다. 따라서 각국 탐타어 통신사업자와 관련 납품을 진행한 이력이 있다면, 그러한 통신장비 기업의 유선통신망 관련 해외 수출 기회는 열려 있다.

투자포인트

1 유/무선 통신장비 토탈 솔루션 제공 가능

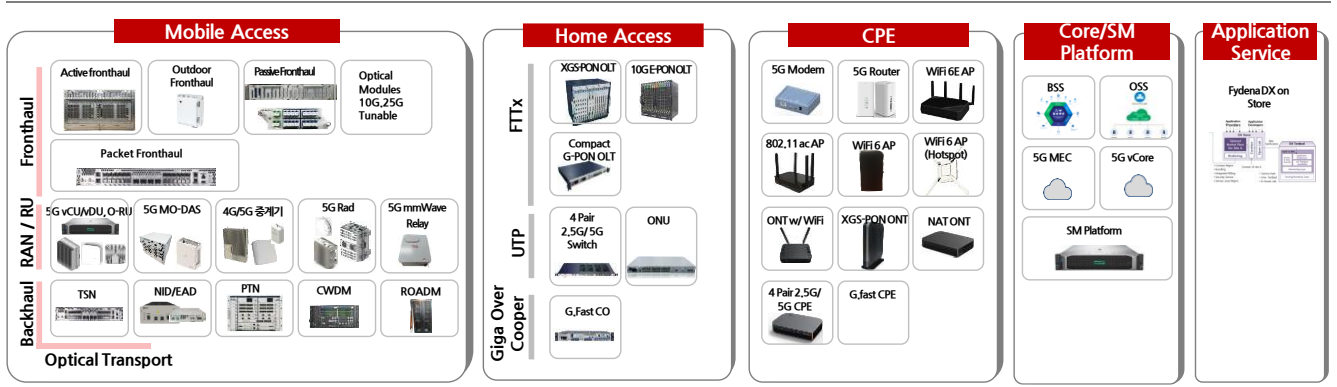
동사는 다각화된
제품군을 보유,
경쟁사들 대비 안정적인
실적 흐름 시현 가능

에치에프알은 통신 산업 내 다른 국내 업체들과는 달리 유선 장비, 무선 장비, 소프트웨어 솔루션까지 모든 분야에 고른 제품군을 보유하고 있다. 반면에 일반적으로 통신 산업 내 업체들의 매출 구성을 살펴보면, 무선통신 장비 업체는 무선통신 부분에, 유선통신 장비 업체는 유선통신 부분에 국한된 제품군을 보유한 경우가 대부분이다. 예를 들어 무선통신 장비에 기술적인 강점을 보유한 솔리드의 경우, DAS/RF 중계기, WDM 등 무선통신 제품군의 매출 비중이 2021년 기준으로 90% 이상을 차지한다. 이 외 대부분의 유선통신 장비 회사들과 WiFi AP장비 제조 회사들도 각각 주된 사업부분 내 한정된 제품 매출이 발생하는 형태를 보인다.

산업적으로 5G 통신장비 투자의 집행 순서를 살펴보면, 기지국을 중심으로 핵심적인 무선 장비 부분에 먼저 투자가 집행되고, 그 이후 전송 장비, 중계기, 기타 장비 등 부분에 순차적으로 투자가 이뤄지는 것으로 알려져 있다. 통신 산업 내 한 사업부분에 매출 비중이 치우쳐져 있는 업체들의 경우, 이런 투자 사이클에 실적이 크게 연동되는 흐름을 보일 수밖에 없다.

이와 달리 에치에프알은 무선 장비, 유선 장비, 소프트웨어 등 보다 다각화된 제품 포트폴리오를 보유하고 있어 고객에게 토탈 솔루션을 제공할 수 있으므로, 다른 플레이어들 대비 보다 안정적인 실적 흐름을 보일 것으로 판단된다. 구체적으로 에치에프알은 무선통신 분야에 프론트홀, 백홀 등의 제품군을, 유선통신 분야에는 OLT, ONU, ONT(WiFi AP장비 등) 등의 제품군을, 관계기업으로 지분을 보유한 엔텔스에서는 소프트웨어를 제품군으로 보유하고 있다. 이로 인해 통신 산업 내 5G 투자 사이클에 대해 매출 비중이 편중된 다른 회사들보다 자유로우며, 이와 같은 다각화된 포트폴리오를 기반으로 경쟁사 대비 안정된 실적을 이어갈 것으로 판단한다.

에치에프알 제품 및 서비스 포트폴리오



자료: 에치에프알, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 국내 탐티어 고객사
납품 이력으로
향후 신규 고객 유치 시
경쟁사 대비 우위 선점

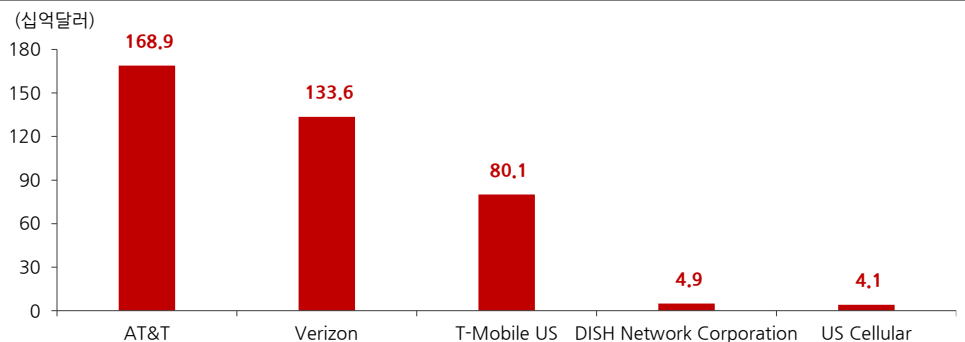
2 국내/외 탐티어 통신사업자에 납품한 다수 레퍼런스로 향후 신규고객 확보 용이

에치에프알은 국내/외 탐티어 통신사업자에 무선통신 장비 및 유선통신 장비 납품과 관련하여 다수의 레퍼런스를 보유하고 있다. 국내의 경우, 가장 최근에 공시된 단일판매·공급계약 체결을 살펴보면, SK브로드밴드와 계약금액 약 233억원 규모의 Giga AP장비 공급계약을 진행했음을 알 수 있다(2023년 1월 17일 공시 기준). 설립 이후 SK브로드밴드에는 Giga AP장비 외에도 중계기, 프론트홀 등 다양한 제품군을 지속해서 납품해온 바 있다. 이 외에도 2022년 12월에는 국방기술진흥연구소에서 주관기관을 한화시스템으로 선정하여 진행하는 '초연결 이동형 분산 전술통신시스템 개발' 과제 협약에서 동사는 5G 기술 기반의 전술통신 특화 기능을 개발하는 협력기관으로 선정되었다. 이처럼 에치에프알은 국내에서 탐티어 고객사들에 지속적인 납품을 이어가면서 다양한 여러 레퍼런스를 쌓아가고 있다.

국내 고객사향 매출 이외에도 고무적인 부분은 2021년을 기점으로 하여 대폭 확대되고 있는 해외 매출 비중이다. 2020년 12%에 불과했던 해외 매출 비중이 2021년 56%를 기록하다가, 3Q22 누적으로는 80%의 매출 비중을 기록했다. 이는 2021년에 미국 연방통신위원회에서 진행한 5G C-Band(3~4GHz대) 주파수 경매에서 가장 많은 낙찰액을 차지한 Verizon과 AT&T를 엔드유저로 하는 동사의 Fronthaul 제품 매출이 발생했기 때문이다. 일본 FUJITSU사를 파트너사로 하여 미국 통신시장 내 점유율 1위인 AT&T와 2위인 Verizon 모두에 5G Fronthaul을 납품했다는 레퍼런스는 향후 유럽, 일본 등 신규 시장에 진입할 때 에치에프알이 경쟁사 대비 우위를 선점할 수 있게 할 것으로 전망된다.

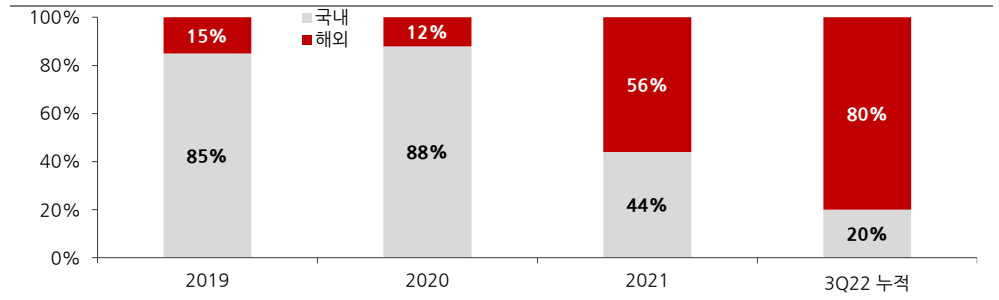
이러한 동사의 해외 매출 신장이 가능했던 요인으로는 판매처를 다각화하기 위해 오랜 시간 해외 진출을 모색해 온 경영진의 전략과 노력이 있었다고 판단한다. 2017년 미국 현지에 미국법인(HFR Networks Inc.)을 설립하고, 그 이후 일본지사(HFR Japan), 말레이시아 합작 법인(KUB Tel) 등을 세워 적극적인 영업활동을 전개해온 경영진의 전략이 2020년을 기점으로 점차 수지화되었고, 이는 단발성으로 끝날 이벤트가 아니라 향후에도 이어질 영업망이 될 것으로 기대한다.

2021년 미국 통신산업 주요 기업 매출



자료: Statista, 한국IR협의회 기업리서치센터, 주: 2022년 6월 발표, 유선, 무선 매출 합산 수치

에치에프알 국내, 해외 매출 비중 변화 추이



자료: 에치에프알, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 특화망 사업의 중장기 성장 기대

동사는 특화망 사업 개화를
준비 중. 빠르면 올해부터
매출 시작 기대

국내 5G 시장의 경우, 지난 2018년 이동통신 3사가 5G 통신 주파수를 할당 받으며 5G 산업에 대한 기대감이 커졌다. 이때 이동통신 3사는 3.5GHz와 28GHz 두 가지의 주파수 대역을 묶음으로 할당 받았다. 28GHz 대역의 경우 3.5GHz 대역에 비해 '보다 크고 넓은 통신 도로'로 초고속, 저지연(지연이 낮은)의 서비스를 제공할 수 있다는 장점이 있다.

다만 이러한 28GHz 주파수 대역의 장점에도 불구하고, 전파의 특성상 주파수가 올라갈수록 전파의 회절성(짜이는 성질, 파동이 좁은 틈을 통과할 때 그 뒤편까지 전달되는 성질을 의미)이 약해지고 투과성이 낮은 단점이 있다. 이와 같은 단점들을 보완하고 고주파의 장점을 제대로 구현하기 위해서는 이동통신 3사가 단위 면적당 더 많은 기지국을 설치해야 하는데, 이 경우 이동통신 3사의 입장에서는 ROI가 훼손된다는 우려를 가지게 된다. 이로 인해 이동통신 3사는 5G 중에서도 28GHz 주파수 대역 관련 사업에 미온적이다.

결국 5G 중 28GHz 주파수 대역이 상용화되기 위해서는 이동통신 3사가 주체가 되는 것이 아니라, 개별 기업들이 직접 주파수를 할당 받아 기지국을 구축, 산업 현장에서 활용하는 행태가 나타날 전망이다. 즉 각자의 목적을 가진 특화망 형태로 28GHz 5G 관련 사업이 시작될 가능성이 더 높다. '5G 특화망'이란 특정 지역에 도입하려는 서비스에 특화된 맞춤형 네트워크로, 최첨단 건물, 스마트 공장 등 특정 지역에서만 사용 가능하고 이동통신사에서 구축하는 공용 5G망보다 더 빠르고 안정적인 특성으로 인해 교통, 물류, 발전, 의료, 조선, 항만 등 전 산업 분야에서 전문적으로 사용가능한 망을 의미한다.

에치에프알의 경우, 시장의 이런 움직임에 대비하여 특화망 사업에 선제적으로 움직이고 있다. 국내 특화망 사업이 개화될 경우를 대비하여 28GHz 주파수 대역을 서비스할 수 있는 무선 장비와 유선 장비 제품군을 갖춰나가고 있다. 동사는 경쟁사 대비 무선 장비와 유선 장비를 결합해 공급할 수 있는 강점을 지니고 있어 추후 특화망 시장이 개화될 경우 시장 우위를 점할 수 있을 것으로 기대한다. 동사의 특화망 관련 매출은 빠르면 2023년부터 일본 고객을 대상으로 시작될 가능성이 있다고 파악된다. 그 외에도 동사는 북미향으로 특화망 신규 고객을 유치하려 준비 중이다.

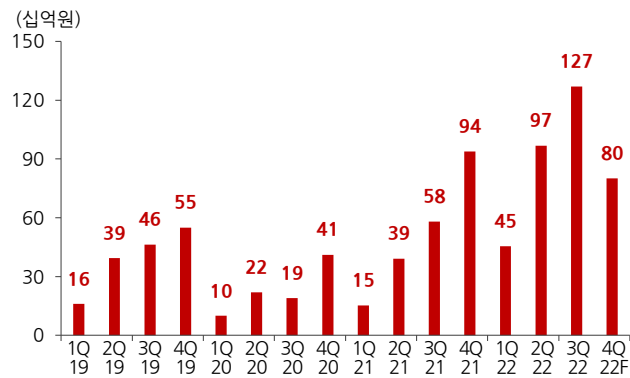
실적 추이 및 전망

1 사상 최대의 실적을 보여준 3분기 누적 실적

3분기 누적 실적은 경쟁사와 차별화되는 빼어난 실적

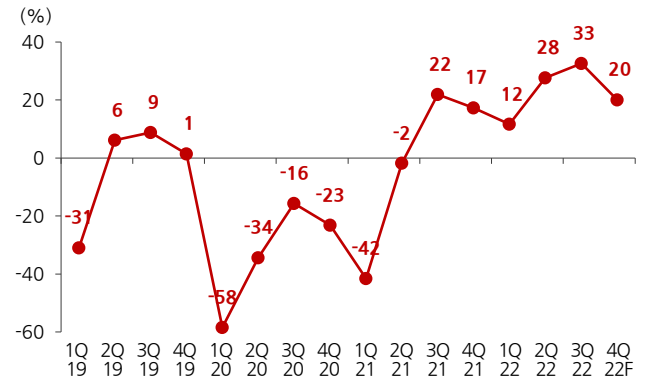
에치에프알의 2022년 3분기 연결기준 누적 매출액, 영업이익은 각각 2,692억원, 733억원을 시현했다(각각 전년 동기 대비 +139%, +1,209%). 이는 1) 북미 고객사향 납품 호조, 2) 원/달러 환율 효과, 3) 기타 제품 판매 확대 등에 기인했다. 여타 통신장비업체들과 차별화되는 빼어난 실적이었다.

연결기준 매출액 분기 추이 및 전망



자료: 에치에프알, 한국IR협회의 기업리서치센터

연결기준 영업이익률 분기 추이 및 전망



자료: 에치에프알, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 2022년, 통신장비 업계 내 돋보이는 좋은 실적으로 마감할 전망

4분기 실적은 위축될 전망이나 예년에 비해서는 매우 견조할 전망

에치에프알의 4분기 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 801억원, 160억원으로 전망한다(각각 전년 동기 대비 -15%, -1%). 북미 고객사향 대규모 수주에 대한 납품이 3분기로 어느정도 마무리된 측면이 있기에 4분기는 전년 기 및 전년 동기 대비 위축되는 실적으로 보일 수 있다. 그러나 2021~22년의 높은 실적을 제외하고 본다면 동 4분기 실적도 예년에 비해서는 매우 견조한 실적 시현일 것이라 판단한다.

동사의 2022년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 3,493억원, 893억원으로 추정한다(전년 대비 매출액 +69%, 영업이익 +309%). 북미 고객사향 Fronthaul 대규모 납품 효과와 환율이 가장 큰 매출호조 요인일 전망이다. 영업이익의 경우 수익성이 의미있게 개선될 전망이다(2021년 영업이익률 10.6% vs 2022년 영업이익률 전망치 25.6%) 1) 고부가 제품에 대한 북미 고객사의 대량 주문으로 고정비 부담이 경감되었고, 2) 원/달러 환율도 우호적이었기 때문이다.

동사의 2022년 실적은 여타 통신장비 업체들과는 확연히 다른 차별성이 보여질 전망이다. 동사의 높은 기술력과 영업력을 방증하는 좋은 실적 시현이 예상된다. 동사 역사적으로도 가장 뛰어난 연간 매출과 영업이익으로 마감될 것으로 기대된다.

3 2023년, 다음 도약을 위해 준비하는 시기

2023년, 동사에 대한 실적 기대는 보수적으로 전망

에치에프알의 2023년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 3,202억원(-8.3% YoY), 736억원(-17.6% YoY)으로 추정한다. 보수적으로 동사 실적을 추정하는 이유는 다음과 같다. 매출액은 인빌딩 중계기 제품과 IUG(프론트홀과 RU를 연결하는 장비) 제품의 증가 가능성에도 불구하고, 북미 고객사 대량 물량의 점진적 감소 가능성과 전년 대비 약해질 원/달러 환율 효과 등을 감안한 것이다.

수익성의 경우도 연간 영업이익률이 전년 수준(25.6%)보다 다소 하락한 23.0%로 전망한다. 이는 1) 일부 물량 축소로 인한 규모의 경제 약화, 2) 국내 통신사업자향 매출 증가로 인한 마진 일부 훼손, 3) 반감될 환율 효과 등 가능성을 고려하였기 때문이다. 다만, 1) 인빌딩 중계기 판매 확대, 2) 전사적 각종 비용절감 노력, 3) 원재료 소싱 부담 일부 완화, 4) 통신장비산업 수요의 중장기적 성장 수혜 등으로 전년 대비 급격한 실적 하락은 제한적일 전망이다. 2023년 동사는 역기저효과로 외형이 감소하나, 다음 도약을 위하여 준비를 해 나가는 시기일 것으로 전망한다. 2023년에도 전년과 마찬가지로 실적의 큰 변수는 북미 사업자의 주문 강도일 것이다.

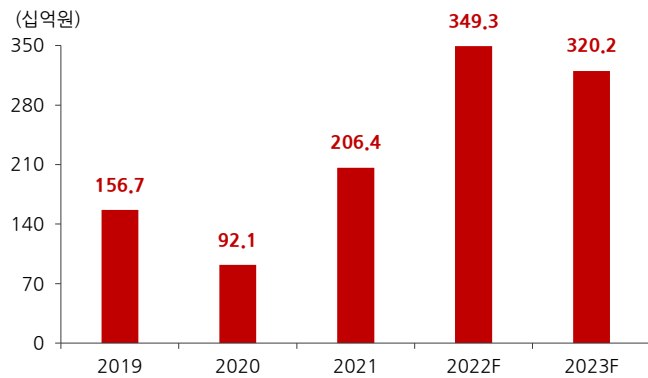
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,567	921	2,064	3,493	3,202
모바일 액세스	828	284	1,481	2,611	2,402
브로드밴드 액세스	738	637	583	882	800
영업이익	22	-259	218	893	736
지배주주순이익	10	-278	186	760	622
YoY 증감률					
매출액	16.1	-41.2	124.1	69.3	-8.3
영업이익	-21.9	적전	흑전	309.2	-17.6
지배주주순이익	140.7	적전	흑전	309.8	-18.1
영업이익률	1.4	-28.1	10.6	25.6	23.0
지배주주순이익률	0.7	-30.2	9.0	21.8	19.4

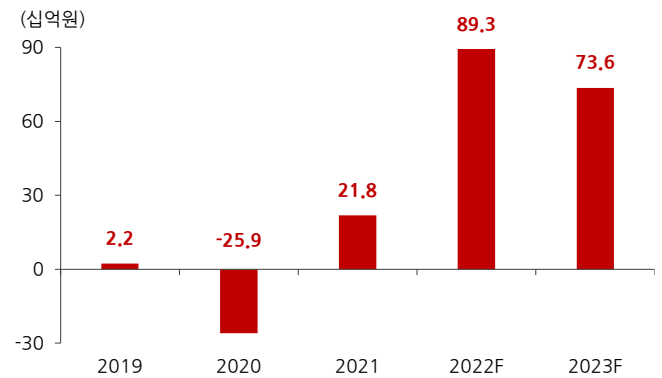
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

연결기준 매출액 연간 추이 및 전망



자료: 에치에프알, 한국IR협회의 기업리서치센터

연결기준 영업이익 연간 추이 및 전망



자료: 에치에프알, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

PER 밸류에이션 메리트는 충분. 5G 업황과 미래 산업 성장속도에 주목해야

**동사는 코스닥 시장 대비
PER 상으로 저평가,
PBR 상으로 고평가**

에치에프알의 현재 시가총액은 4,640억원 수준이다. 2023년 실적 추정치 기준 동사의 PER은 7.5배 정도로(2023년 지배주주 순이익 전망치 622억원 가정), 코스닥 시장(13.7배) 대비 저평가로 관측된다. 동사의 PBR 밸류에이션은 2022년 3.0배, 2023년 2.0배로 코스닥 시장 2.1배, 1.9배 대비 높은 밸류에이션을 받고 있다.

**동사는 Peer그룹 대비
PER 상으로 저평가,
PBR 상으로 고평가**

동사의 Peer그룹으로는 케이엠더블유, 에이스테크, 다산네트웍스, 유비쿼스, 기산텔레콤, 다보링크, 솔리드, 이노와이어리스, 머큐리, RFHIC 등 국내 통신장비 기업들을 고려할 수 있다. 이중 케이엠더블유, 에이스테크, 다산네트웍스는 적자 기업이고, 유비쿼스, 기산텔레콤, 다보링크는 컨센서스가 부재하므로 Peer그룹 선정 고려시 제외시켰다.

동사는 Peer그룹과 비교 시 PBR 밸류에이션 상 고평가(Peer그룹 평균 PBR 2022년 1.8배, 2023년 1.7배)인 것으로 보인다. PER 밸류에이션 상으로는 저평가(Peer그룹 평균 PER 2022년 72.8배, 2023년 16.1배) 상태인 것으로 보인다. 특히 2022년 순이익이 저조하여 높은 PER이 예상되는 머큐리, RFHIC를 제외하고 본다고 하여도 동사의 PER은 Peer그룹인 솔리드, 이노와이어리스 대비로도 저평가로 파악된다.

현재 주가 수준은 매크로 우려, 실적 peak-out 우려 등을 기반영하여 밴드 하단부까지 내려가 있는 것을 PER, PBR 밴드 차트를 통해 확인할 수 있다. 따라서 동사 밸류에이션 메리트는 충분한 상황으로 판단한다.

향후 1) 5G 산업 설비투자 흐름이 견조하고, 2) 신규 고객이 꾸준히 유입되고, 3) 로봇/자율주행/XR 등 5G 관련 미래 산업이 기대대로 고성장한다면 동사 밸류에이션은 확장이 가능할 수 있다고 판단한다.

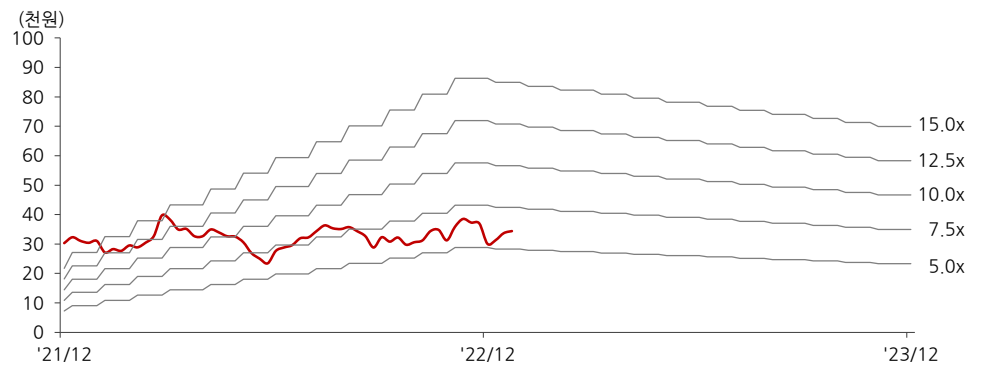
동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, 배)

기업명	종가	시가총액	매출액			PSR			PER			PBR		
			2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
코스피	2,484	1,900,997	2,924,624	2,759,446	2,855,457	-	0.6	0.6	-	11.8	12.8	-	1.0	0.9
코스닥	741	345,715	274,267	126,218	148,922	-	1.4	1.1	-	17.9	13.7	-	2.1	1.9
에치에프알	34,400	464	206	349	320	2.1	1.4	1.4	23.0	6.5	7.5	4.6	3.0	2.0
솔리드	5,840	358	212	255	284	1.8	1.4	1.3	15.8	13.1	11.4	2.1	1.6	1.4
이노와이어리스	34,250	260	91	121	147	3.3	1.9	1.8	19.8	12.2	11.2	2.5	1.6	1.6
머큐리	6,310	95	122	161	201	1.0	0.6	0.5	22.3	117.7	13.3	1.5	-	-
RFHIC	23,800	638	102	108	166	8.9	5.9	3.8	150.5	148.2	28.7	3.3	2.3	2.1
동종업종 평균	-	-	-	-	-	3.8	2.5	1.8	52.1	72.8	16.1	2.3	1.8	1.7

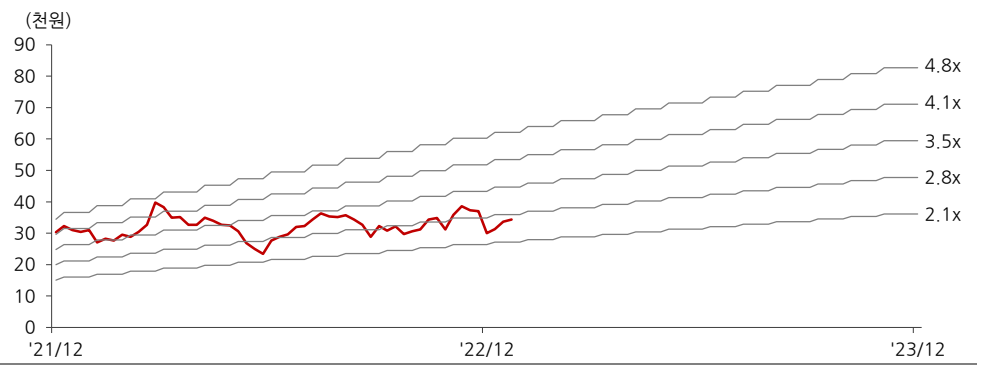
주: 2023년 1월 27일 종가기준, 2022년, 2023년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준, 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

PER Band



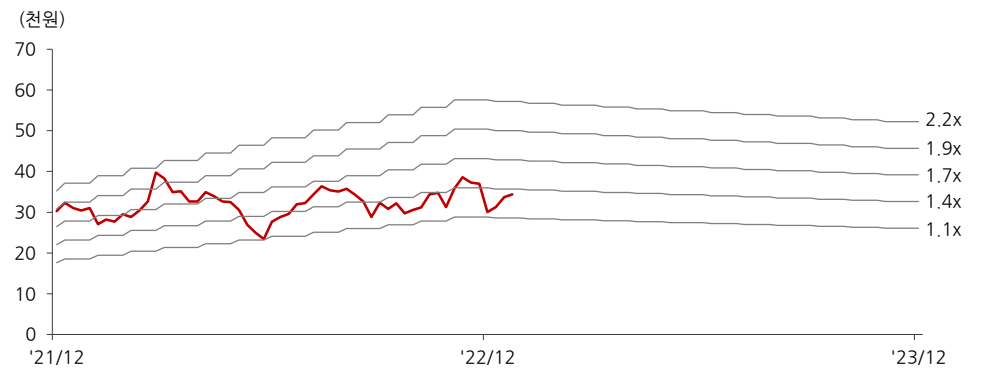
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

PSR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터


리스크 요인
북미 고객사의 주문 강도, 국내 통신사업자의 투자 정도는 확인이 필요

향후 실적 peak-out 우려를
실적 시현을 통해 보여주고
신규 고객/제품군을 늘려야

동사는 북미 고객사향 대량 주문 수주로 2021~2022년 여타 통신장비 경쟁사 대비 차별화된 실적 성장을 보여주었다. 하지만 이로 인해 오히려 2023~2024년부터는 실적 peak-out 우려를 시장에서 받을 수 있다.

따라서 동사는 기존 북미 고객사로부터의 안정적인 주문을 받고 실적 시현을 통해 이를 꾸준히 보여주어야 하는 상황이다. 또 동사는 신규 고객과 신규 제품군을 늘려 투자자들에게 동사의 기술력과 영업력을 증명해야 하는 국면이다.

글로벌 경기흐름 주의

2023년 투자자는 국내 통신사업자의 통신인프라 투자 정도를 관찰해야 한다. 2023년은 로봇, 자율주행, XR 등 미래 산업이 구조적으로 태동하는 시기이다. 따라서 5G 통신망에 대한 투자는 안정적으로 증가할 것으로 기대하나 글로벌 경기의 흐름은 잠재적 변수일 수 있음을 유의해야 한다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,567	921	2,064	3,493	3,202
증가율(%)	16.1	-41.2	124.1	69.3	-8.3
매출원가	1,330	961	1,640	2,360	2,240
매출원가율(%)	84.9	104.3	79.5	67.6	70.0
매출총이익	237	-41	423	1,133	962
매출이익률(%)	15.1	-4.4	20.5	32.4	30.0
판매관리비	214	218	205	240	226
판매비율(%)	13.7	23.7	9.9	6.9	7.1
EBITDA	66	-209	271	936	763
EBITDA 이익률(%)	4.2	-22.7	13.1	26.8	23.8
증가율(%)	-3.7	적전	흑전	245.2	-18.4
영업이익	22	-259	218	893	736
영업이익률(%)	1.4	-28.1	10.6	25.6	23.0
증가율(%)	-21.9	적전	흑전	309.2	-17.6
영업외손익	-6	-36	-7	182	125
금융수익	5	2	2	6	5
금융비용	4	9	25	14	20
기타영업외손익	-8	-29	16	190	140
종속/관계기업관련손익	-1	9	2	-10	5
세전계속사업이익	15	-286	214	1,065	866
증가율(%)	281.6	적전	흑전	398.2	-18.7
법인세비용	10	5	27	297	237
계속사업이익	4	-290	186	768	629
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-290	186	768	629
당기순이익률(%)	0.3	-31.5	9.0	22.0	19.6
증가율(%)	-26.9	적전	흑전	312.1	-18.1
지배주주지분 순이익	10	-278	186	760	622

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	129	111	0	568	726
당기순이익	4	-290	186	768	629
유형자산 상각비	13	19	20	20	11
무형자산 상각비	30	30	33	23	16
외환손익	2	13	2	0	0
운전자본의감소(증가)	52	282	-292	-255	58
기타	28	57	51	12	12
투자활동으로인한현금흐름	-134	-399	-79	-236	34
투자자산의 감소(증가)	-16	-295	-10	-221	45
유형자산의 감소	1	0	7	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-79	-83	-41	0	0
기타	-40	-21	-35	-15	-11
재무활동으로인한현금흐름	146	359	306	0	-0
차입금의 증가(감소)	179	157	199	0	-0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-33	202	107	0	0
기타현금흐름	-1	-9	5	-5	-5
현금의증가(감소)	140	63	232	326	755
기초현금	201	341	403	635	961
기말현금	341	403	635	961	1,716

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	1,028	746	1,499	2,420	3,054
현금성자산	341	403	635	961	1,716
단기투자자산	14	10	12	16	15
매출채권	336	143	621	1,051	963
재고자산	305	166	196	332	304
기타유동자산	32	23	35	59	54
비유동자산	337	684	668	846	774
유형자산	123	194	214	194	183
무형자산	118	105	76	52	36
투자자산	46	331	334	555	510
기타비유동자산	50	54	44	45	45
자산총계	1,365	1,429	2,168	3,266	3,828
유동부채	421	436	952	1,251	1,190
단기차입금	206	241	494	494	494
매입채무	119	126	331	560	513
기타유동부채	96	69	127	197	183
비유동부채	127	253	290	321	315
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	73	194	121	121	121
기타비유동부채	54	59	169	200	194
부채총계	548	689	1,242	1,572	1,505
지배주주지분	816	740	924	1,685	2,307
자본금	60	64	64	64	64
자본잉여금	242	435	435	435	435
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	45	44	48	48	48
이익잉여금	471	198	379	1,139	1,761
자본총계	817	740	926	1,694	2,323

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	339.2	N/A	23.0	6.5	7.5
P/B(배)	4.3	5.5	4.6	3.0	2.0
P/S(배)	2.2	4.1	2.1	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	52.7	N/A	16.2	5.1	5.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	86	-2,294	1,440	5,698	4,612
BPS(원)	6,742	5,742	7,175	12,489	17,101
SPS(원)	12,989	7,598	16,019	26,179	23,738
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	1.3	-35.7	22.3	58.3	31.2
ROA	0.3	-20.8	10.4	28.3	17.7
ROIC	0.4	-45.4	33.0	77.2	58.4
안정성(%)					
유동비율	244.1	171.0	157.5	193.5	256.6
부채비율	67.1	93.0	134.1	92.8	64.8
순차입금비율	-8.2	5.5	12.7	-14.2	-14.7
이자보상배율	5.5	-29.4	18.8	61.3	50.5
활동성(%)					
총자산회전율	1.2	0.7	1.1	1.3	0.9
매출채권회전율	3.8	3.8	5.4	4.2	3.2
재고자산회전율	5.5	3.9	11.4	13.2	10.1

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.