



BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(6.02) 30,950원

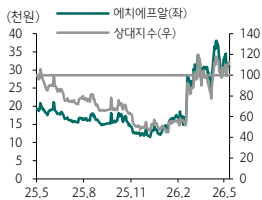
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,026.03
52주 최고/최저(원)	38,050/11,580
시가총액(십억원)	411.9
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	13,309.0
60일 평균 거래량(천주)	741.4
60일 평균 거래대금(십억원)	22.4
외국인지분율(%)	8.46
주요주주 지분율(%)	
정종민 외 2인	30.66

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	145.2	273.5
영업이익(십억원)	(0.4)	50.5
순이익(십억원)	(5.3)	36.6
EPS(원)	1,142	5,831
BPS(원)	12,144	18,170

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	157.1	142.0	138.7	337.3
영업이익	(20.2)	(1.6)	(14.0)	75.4
세전이익	(15.1)	(1.5)	(18.1)	74.6
순이익	(18.6)	(0.3)	(18.6)	59.6
EPS	(1,384)	(23)	(1,397)	4,477
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(12.82)	(503.48)	(22.26)	6.95
PBR	1.47	1.03	3.10	2.14
EV/EBITDA	(18.37)	37.09	(59.82)	5.48
ROE	(11.34)	(0.21)	(13.82)	38.08
BPS	12,107	11,231	10,048	14,525
DPS	0	0	0	0



Analyst 김홍식 pro11@hanafn.com
RA 이상훈 sanghunlee0121@hanafn.com

에치에프알 (230240)

우리보다 확실한 AT&T 벤더사는 없습니다

HFR에 대한 투자의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

HFR에 대한 투자의견 매수, 목표주가 50,000원을 유지한다. 추천사유는 1) 미국내 SI 업체 간 이해관계 고려시 AT&T 프론트홀 공급자로 후지쯔가 유력한만큼 후지쯔 메인벤더인 HFR에 수혜가 예상되고, 2) AT&T의 CAPEX 2배 증액 및 중국산 장비 퇴출로 인한 M/S 증가를 고려하면 내년 HFR 수출실적이 과거 최대치를 경신할 것이며, 3) 국내외 무선장비 업체는 물론 과거 멀티플 대비 저평가 국면이어서 키밋추기식 추가 급등이 기대되고, 4) 미국 경매 이후에는 국내 경매가 이어지며 주가 상승을 이어갈 것으로 전망하기 때문이다.

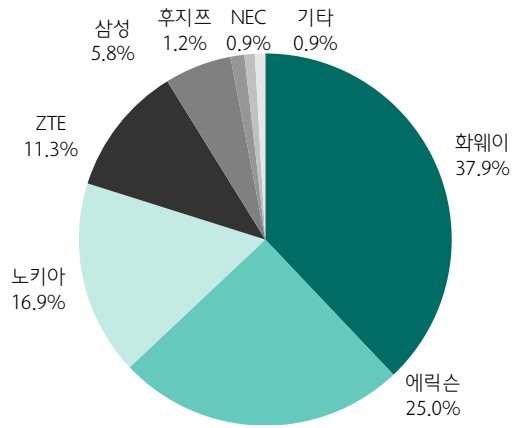
미국내 이해관계/레퍼런스 고려하면 이번에도 HFR이 AT&T 공급업체가 될 것

HFR은 다가올 경매에서 또다시 AT&T향 프론트홀 벤더사로 선정되며 실적 고점을 경신할 가능성이 높다. 글로벌 SI 간의 경쟁구도, AT&T의 SI 선정 역사, 오픈랜 동향 등 장비사 역학관계를 고려하면 그렇다. 중국 장비업체들이 미국에서 퇴출된 후 AT&T가 선택할 수 있는 SI 업체는 에릭슨/노키아/후지쯔/삼성 정도가 있다. AT&T는 2023년 에릭슨을 기지국 메인벤더로 지정하며 기존 노키아 장비를 대거 교체했다. AT&T 벤더의 큰 축으로 에릭슨이 고정된만큼 에릭슨과의 협력 가능성 및 기술 호환성도 충분히 고려해야 한다. 하지만 에릭슨은 무선장비 강자이지만 프론트홀에선 입지가 뚜렷하지 않고, 오픈랜을 주장 중인 점이 중요한 변수이다. 결국 에릭슨 입장에선 북미 기지국 시장에서 크게 경쟁하지 않으면서 프론트홀 시장에선 입지가 큰 파트너가 필요한데, 이 경우 후지쯔 원피티가 사실상 유일한 선택지이다. 이렇게 보면 AT&T-에릭슨-후지쯔 3사가 작년 8월 협력하여 오픈랜 통합 실험을 한 맥락이 이해된다. 그런데 HFR은 당시 후지쯔의 퍼스트 벤더였고, 지금도 긴밀히 협력 중이다. 통신장비는 안정성이 가장 중요하단 점을 고려하면, 곧 경매가 시작하는 현시점에 후지쯔가 HFR을 대체할 공급사를 찾는 모험을 강행하진 않을 것이다.

여러모로 봐도 경매 기대감에 비해 주가가 안 오른 상황입니다

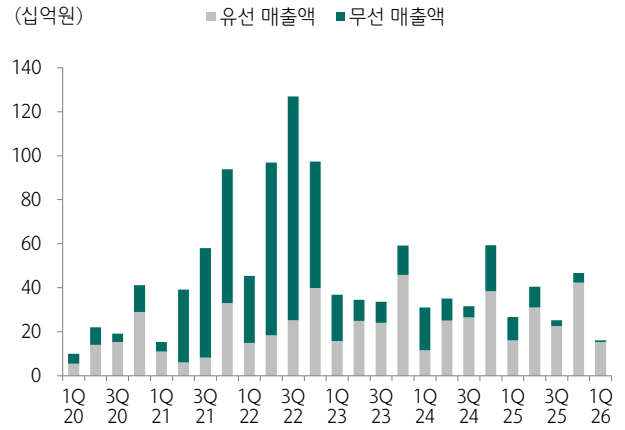
하지만 역대급 기대감에 비해 HFR 주가 상승은 부진한 상황이다. 국내외 피어 및 역사적 멀티플을 감안했을 때 그렇다. 3/10일 AT&T가 CAPEX 계획을 발표한 이후 국내 무선장비 업체 주가는 약 2배 상승했는데, HFR의 경우 133% 상승했다. 이렇게 보면 HFR이 현재 무선장비 주도주인 것으로 보일수도 있다. 하지만 KMW를 비롯한 타 무선장비주들이 OBBBA 발표를 거치며 꾸준한 주가 상승을 보였던 것과 반대로 HFR은 작년초 일본향 장비 실적 때문에 일시적인 주가 급등을 기록한 후 고점 대비 주가가 50% 대폭 하락한 바 있다. PBR로 비교해도 작년말 1배, 현재 2.6배 수준인데, 무선장비 수급상 후순위에 와야 할 인빌딩/계측기 업체와 비슷한 수치이다. 이렇게 보면 현재 HFR 주가는 주파수 경매 기대감이 충분히 반영되지 못했다. 이번 경매 재료 크기를 감안했을 때 주가는 최소한 과거 PBR 고점인 7배를 넘어서 본격적인 상승국면에 진입할 것이라 판단이다.

도표 1. 글로벌 무선 통신장비 M/S 현황



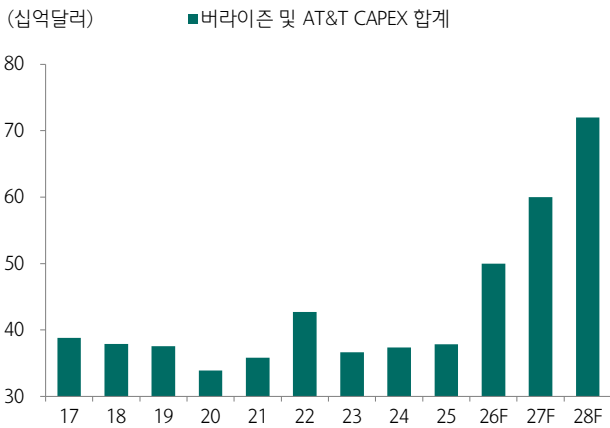
주: 2021년 기준
자료: Omdia, 하나증권

도표 2. HFR 부문별 매출액 추이



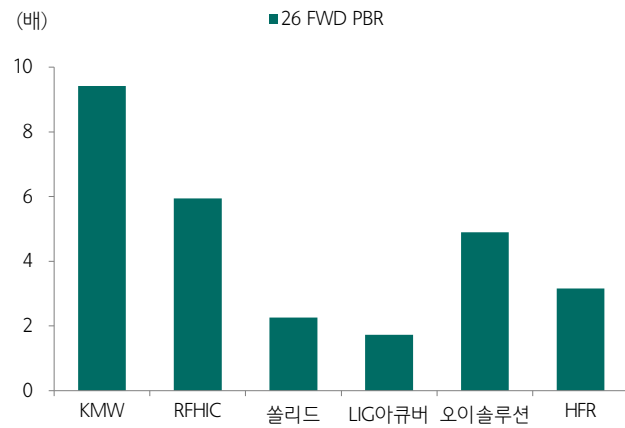
자료: HFR, 하나증권

도표 3. 버라이즌 및 AT&T CAPEX 합계 전망



자료: 각사, 하나증권

도표 4. 국내 무선장비업체 PBR 비교



자료: 에프앤가이드, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	157.1	142.0	138.7	337.3	373.2
매출원가	146.6	114.0	122.9	221.6	237.7
매출총이익	10.5	28.0	15.8	115.7	135.5
판매비	30.8	29.6	29.8	40.4	43.1
영업이익	(20.2)	(1.6)	(14.0)	75.4	92.4
금융손익	3.7	(0.6)	(2.6)	(2.8)	(1.7)
종속/관계기업손익	(0.3)	0.6	(0.2)	2.0	0.0
기타영업외손익	1.7	0.0	(1.2)	0.0	0.0
세전이익	(15.1)	(1.5)	(18.1)	74.6	90.7
법인세	3.4	(1.5)	(0.1)	16.9	20.2
계속사업이익	(18.5)	(0.0)	(18.0)	57.7	70.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(18.5)	(0.0)	(18.0)	57.7	70.5
비배주주지분 손익	0.1	0.3	0.6	(1.9)	(2.4)
지배주주순이익	(18.6)	(0.3)	(18.6)	59.6	72.9
지배주주지분포괄이익	(13.4)	(3.1)	(16.0)	61.0	74.6
NOPAT	(24.8)	(0.1)	(13.9)	58.3	71.8
EBITDA	(13.8)	5.1	(7.2)	82.0	98.9
성장성(%)					
매출액증가율	(4.32)	(9.61)	(2.32)	143.19	10.64
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	23.16
EBITDA증가율	적지	흑전	적전	흑전	20.61
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	22.55
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	22.32
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	22.31
수익성(%)					
매출총이익률	6.68	19.72	11.39	34.30	36.31
EBITDA이익률	(8.78)	3.59	(5.19)	24.31	26.50
영업이익률	(12.86)	(1.13)	(10.09)	22.35	24.76
계속사업이익률	(11.78)	0.00	(12.98)	17.11	18.89

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,384)	(23)	(1,397)	4,477	5,476
BPS	12,107	11,231	10,048	14,525	20,001
CFPS	(483)	375	(457)	6,309	7,431
EBITDAPS	(1,029)	383	(542)	6,158	7,431
SPS	11,717	10,668	10,423	25,345	28,040
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(12.82)	(503.48)	(22.26)	6.95	5.68
PBR	1.47	1.03	3.10	2.14	1.55
PCFR	(36.73)	30.88	(68.05)	4.93	4.19
EV/EBITDA	(18.37)	37.09	(59.82)	5.48	4.32
PSR	1.51	1.09	2.98	1.23	1.11
재무비율(%)					
ROE	(11.34)	(0.21)	(13.82)	38.08	32.72
ROA	(6.89)	(0.11)	(6.31)	15.32	14.12
ROIC	(24.18)	(0.05)	(11.61)	48.16	54.98
부채비율	70.69	76.99	114.84	133.36	107.14
순부채비율	9.08	11.75	2.10	10.99	0.83
이자보상배율(배)	(14.65)	(0.85)	(3.11)	16.81	20.60

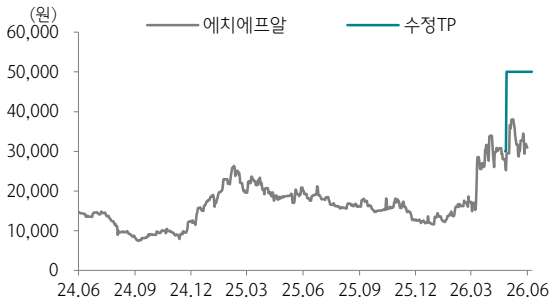
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	137.8	118.8	137.4	191.5	263.3
금융자산	50.4	54.0	66.9	47.8	67.7
현금성자산	36.3	45.5	57.7	21.4	38.3
매출채권	43.3	27.2	21.6	63.5	88.6
재고자산	37.9	35.0	43.2	63.5	88.6
기타유동자산	6.2	2.6	5.7	16.7	18.4
비유동자산	133.3	161.8	171.0	278.0	299.6
투자자산	56.1	57.2	62.8	166.4	184.4
금융자산	16.9	13.0	13.4	21.0	22.4
유형자산	57.3	80.5	86.2	91.0	95.4
무형자산	9.2	9.2	7.4	6.0	5.1
기타비유동자산	10.7	14.9	14.6	14.6	14.7
자산총계	271.1	280.7	308.4	469.5	562.8
유동부채	81.8	65.3	105.5	159.3	173.4
금융부채	43.6	38.7	36.1	36.1	36.1
매입채무	22.9	13.9	49.0	63.5	70.8
기타유동부채	15.3	12.7	20.4	59.7	66.5
비유동부채	30.4	56.8	59.3	109.0	117.7
금융부채	21.2	33.9	33.8	33.8	33.8
기타비유동부채	9.2	22.9	25.5	75.2	83.9
부채총계	112.3	122.1	164.8	268.3	291.1
지배주주지분	156.1	142.4	126.6	186.3	259.1
자본금	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
자본잉여금	59.6	51.0	52.2	52.2	52.2
자본조정	(5.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
기타포괄이익누계액	7.1	3.6	6.5	6.5	6.5
이익잉여금	87.9	88.3	68.5	128.1	201.0
비배주주지분	2.7	16.2	16.9	14.9	12.6
자본총계	158.8	158.6	143.5	201.2	271.7
순금융부채	14.4	18.6	3.0	22.1	2.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	(5.9)	9.6	4.4	121.9	65.6
당기순이익	(18.5)	(0.0)	(18.0)	57.7	70.5
조정	9.1	1.4	9.1	6.6	6.5
감가상각비	6.4	6.7	6.8	6.6	6.5
외환거래손익	3.3	(0.8)	1.3	0.0	0.0
지분법손익	0.3	(1.1)	0.3	0.0	0.0
기타	(0.9)	(3.4)	0.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	3.5	8.2	13.3	57.6	(11.4)
투자활동 현금흐름	(12.2)	(18.6)	(16.6)	(130.7)	(31.0)
투자자산감소(증가)	(12.8)	14.9	(5.5)	(103.6)	(18.0)
자본증가(감소)	(29.0)	(25.9)	(10.4)	(10.0)	(10.0)
기타	29.6	(7.6)	(0.7)	(17.1)	(3.0)
재무활동 현금흐름	6.3	(2.8)	(2.7)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	6.9	7.7	(2.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.7)	(8.6)	1.2	0.0	0.0
기타재무활동	3.0	(1.9)	(1.2)	0.0	0.0
배당지급	(2.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(11.8)	(11.9)	9.0	(36.2)	16.9
Unlevered CFO	(6.5)	5.0	(6.1)	84.0	98.9
Free Cash Flow	(34.9)	(16.4)	(6.0)	111.9	55.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에치에프알



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.29	BUY	50,000		
23.11.16	커버리지 제외			
23.6.21	BUY	30,000	-42.86%	13.17%
23.5.3	BUY	50,000	-54.16%	-51.60%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 6월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2026년 6월 4일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 신뢰 할 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 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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.25%	2.75%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 06월 01일