



BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(7.23) 17,180원

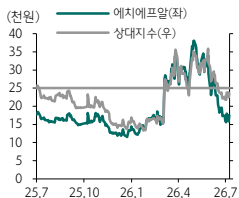
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	790.28
52주 최고/최저(원)	38,050/11,580
시가총액(십억원)	228.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	13,309.0
60일 평균 거래량(천주)	442.3
60일 평균 거래대금(십억원)	13.2
외국인지분율(%)	12.87
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)	(5.0)	36.9
EPS(원)	1,142	5,921
BPS(원)	12,252	18,374

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	157.1	142.0	134.2	324.6
영업이익	(20.2)	(1.6)	(14.6)	73.5
세전이익	(15.1)	(1.5)	(18.7)	72.7
순이익	(18.6)	(0.3)	(19.3)	57.7
EPS	(1,384)	(23)	(1,447)	4,335
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(12.82)	(503.48)	(12.11)	4.04
PBR	1.47	1.03	1.75	1.22
EV/EBITDA	(18.37)	37.09	(32.30)	3.41
ROE	(11.34)	(0.21)	(14.35)	37.25
BPS	12,107	11,231	9,999	14,334
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2026년 07월 24일 | 기업분석_기업분석(Report)

에치에프알 (230240)

AI RAN에는 엔비디아만 있는 것이 아닙니다

HFR에 대한 투자의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

HFR에 대한 투자의견 매수, 목표주가 50,000원을 유지한다. 추천사유는 1) 미국 어퍼 C밴드 경매가 확정됐는데, 피지컬 AI 연계를 위해선 곧 AI RAN 산업 개화로 이어질 것으로 판단하며, 2) HFR은 통신장비 특화 LLM을 개발하여 통신사 피지컬 AI 니즈에 부합되고, 3) 미국 시장 규모와 장비산업 원가 구조 감안시 작은 M/S 확보로도 큰 폭의 이익 증가 및 주가 상승으로 이어질 것이기 때문이다.

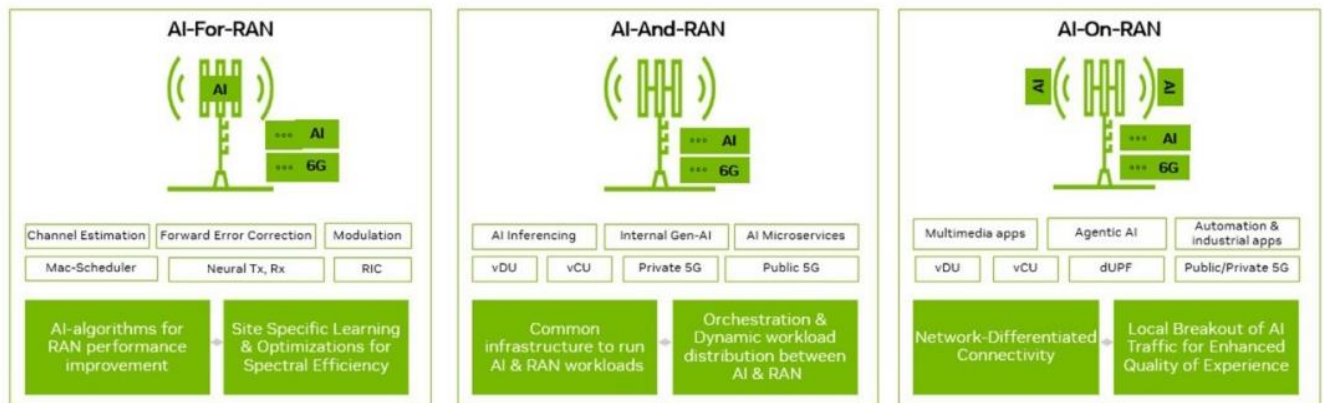
AI RAN 종류는 다양, 통신사 피지컬 AI 니즈에 부합하는 AI RAN인지가 중요

7/22일자로 미국에서 어퍼 C 밴드 경매가 확정됐다. 피지컬 AI 활성화를 위해서인데, 복잡한 연산부담을 경감시키고 트래픽 지연을 최소화하기 위해선 대용량 주파수만으로 충분치 않고 AI RAN도 필요하다. 즉 미국내 AI RAN 시장이 개화중인 것이고, 이번 AI RAN 실증 주수행기관으로 선정된 HFR에 큰 호재라 하겠다. 그런데 HFR의 AI RAN 진출 가능성을 회의적으로 보는 투자자들도 일부 있다. 아무래도 AI RAN이 엔비디아와 노키아 위주로 시장에 알려진 만큼, AI RAN 사업을 위해선 엔비디아 공급망과 연관이 있거나, 최소한 대등한 글로벌 SI 수준이어야 한단 우려이다. 그런데 피지컬 AI의 특성과 통신사 역학 구조를 고려하면 HFR의 진출 가능성은 충분하다. 우선 AI RAN은 크게 1) AI를 통해 RAN 효율을 개선하는 AI for RAN, 2) RAN을 엣지컴퓨터처럼 사용하는 AI on RAN, 3) RAN에 탑재된 GPU 유자원을 서버로 사용하는 AI with RAN이 있다. 엔비디아-노키아 측은 AI with RAN에 집중중인데, 피지컬 AI의 대용량 연산과 초고속 통신을 감안하면 AI for RAN과 AI on RAN이 필수적이지 AI with RAN은 필수적이지 않다. AI with RAN은 오히려 대규모 모델 구동에는 비효율적이고, 해당 서버에서 작동 가능한 모델은 소규모 로컬 모델로 국한될 가능성이 크다. 어차피 GPU가 제대로 활용되지 못하면 자체칩이 더 효율적이란 맥락이다. 즉, 통신사 입장에서선 AI with RAN의 도입 타당성에 의문을 품을 수 밖에 없다.

기술이 아무리 좋아도 통신사가 선택하지 않으면 무용지물입니다

통신사의 장비 선택 구조까지 감안하면 HFR에겐 기회가 충분하다. 미국내 무선장비업체가 전무하니 엔비디아가 AI RAN 산업에 진출하면 당국의 지원을 통한 M/S 일부 확보는 가능하겠지만, 기본적으로 장비 선택은 통신사의 권한이다. 미국 통신3사 중 노키아 장비가 주류인 곳은 T Mobile 뿐이고, 전술한 이유로 미국내 타 통신사들이 엔비디아 주도의 AI with RAN 필요성에 회의적인 입장을 표했고, AT&T의 경우 2023년에 노키아 장비를 에릭슨 장비로 대거 교체하기도 했다. 오히려 통신사들이 오픈랜을 밀고있고, 에릭슨-후지프 원피니티와의 역학관계를 고려시 HFR이 미국 AI RAN 수요를 확보할 가능성도 고려해볼만하다. 이번 과기부 실증사업을 통해 글로벌 SI와 동일한 무대에 오를 수 있는 입장은 얻은만큼, 작은 M/S 확보로도 큰 폭의 이익 증가와 주가 상승으로 이어지는 그림이다.

도표 1. AI RAN 종류



자료: 엔비디아, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	157.1	142.0	134.2	324.6	355.8
매출원가	146.6	114.0	119.3	211.6	223.8
매출총이익	10.5	28.0	14.9	113.0	132.0
판매비	30.8	29.6	29.5	39.6	42.1
영업이익	(20.2)	(1.6)	(14.6)	73.5	89.9
금융손익	3.7	(0.6)	(2.7)	(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)	(18.7)	72.7	88.2
법인세	3.4	(1.5)	(0.1)	16.9	19.6
계속사업이익	(18.5)	(0.0)	(18.6)	55.8	68.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(18.5)	(0.0)	(18.6)	55.8	68.6
비지배주주지분 손이익	0.1	0.3	0.6	(1.9)	(2.3)
지배주주순이익	(18.6)	(0.3)	(19.3)	57.7	70.9
지배주주지분포괄이익	(13.4)	(3.1)	(16.7)	59.1	72.6
NOPAT	(24.8)	(0.1)	(14.6)	56.4	69.9
EBITDA	(13.8)	5.1	(7.9)	80.0	96.4
성장성(%)					
매출액증가율	(4.32)	(9.61)	(5.49)	141.88	9.61
NOPAT증가율	적지	적지	적지	흑전	23.94
EBITDA증가율	적지	흑전	적전	흑전	20.50
영업이익증가율	적지	적지	적지	흑전	22.31
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	22.88
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	22.86
수익성(%)					
매출총이익률	6.68	19.72	11.10	34.81	37.10
EBITDA이익률	(8.78)	3.59	(5.89)	24.65	27.09
영업이익률	(12.86)	(1.13)	(10.88)	22.64	25.27
계속사업이익률	(11.78)	0.00	(13.86)	17.19	19.28

투자지표					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,384)	(23)	(1,447)	4,335	5,326
BPS	12,107	11,231	9,999	14,334	19,660
CFPS	(483)	375	(504)	6,165	7,246
EBITDAPS	(1,029)	383	(590)	6,015	7,246
SPS	11,717	10,668	10,082	24,392	26,735
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(12.82)	(503.48)	(12.11)	4.04	3.29
PBR	1.47	1.03	1.75	1.22	0.89
PCFR	(36.73)	30.88	(34.76)	2.84	2.42
EV/EBITDA	(18.37)	37.09	(32.30)	3.41	2.62
PSR	1.51	1.09	1.74	0.72	0.66
재무비율(%)					
ROE	(11.34)	(0.21)	(14.35)	37.25	32.34
ROA	(6.89)	(0.11)	(6.54)	14.89	13.82
ROIC	(24.18)	(0.05)	(12.14)	46.63	53.51
부채비율	70.69	76.99	115.35	135.01	108.90
순부채비율	9.08	11.75	2.52	12.37	2.48
이자보상배율(배)	(14.65)	(0.85)	(3.25)	16.39	20.05

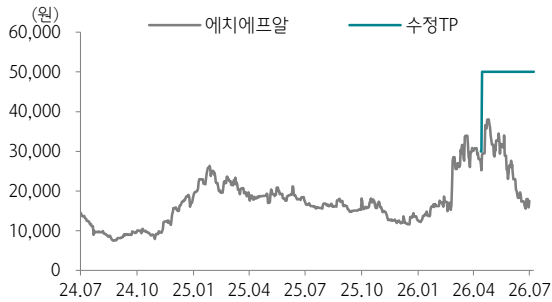
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
유동자산	137.8	118.8	136.8	189.0	258.9	
금융자산	50.4	54.0	66.3	45.3	63.3	
현금성자산	36.3	45.5	57.1	19.0	33.9	
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	307.8	467.1	558.4	
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	126.0	183.7	254.6	
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	67.9	125.6	196.4	
비지배주주지분	2.7	16.2	16.9	15.0	12.7	
자본총계	158.8	158.6	142.9	198.7	267.3	
순금융부채	14.4	18.6	3.6	24.6	6.6	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	(5.9)	9.6	3.8	120.1	63.7
당기순이익	(18.5)	(0.0)	(18.6)	55.8	68.6
조정	9.1	1.4	9.1	6.7	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	0.1	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)	8.4	(38.0)	14.9
Unlevered CFO	(6.5)	5.0	(6.7)	82.0	96.4
Free Cash Flow	(34.9)	(16.4)	(6.6)	110.1	53.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에치에프알



날짜	투자의견	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 7월 24일 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 7월 24일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	98.15%	1.85%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 07월 21일