R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

성일하이텍 (365340, KOSDAQ) · 1H26 Review

판가가 만든 흑자, 시험대는 금속가격과 CB

- 1H26 매출 1,377억원(+41.4%). 2차전지 소재 판가 +61.7%로 2Q 영업이익 63억원, 반기 영업이익 63억원(전년 동기 -329억원)
- 8~9월 코발트·니켈 가격 하락. 현금성자산/유동성 차입 0.18배, 제4·5회 CB 첫 조기상환 지급기일(10.27·12.10) 임박

이 리포트를 읽는 법

있는 그대로: 2026 반기보고서와 외부 자료로 확인한 사실을 긍정·부정 어느 쪽으로도 보태지 않고 옮겼습니다. **「Not Rated」이며 목표주가를 제시하지 않습니다.**

읽는 순서: 세 가지 포인트(p.2) → 핵심 리스크 점검 → 재무제표 → 기업가치 제고 진단(D1~D8) 순입니다. 2분기 순이익에는 전환사채 파생상품 평가손익 환입이 포함돼 있어 **영업이익·EBITDA·영업현금흐름**을 함께 보십시오.

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
주가 (8.28)	37,100원
시가총액	4,793.7억원
발행주식수	12,921,115주
자본금 / 액면가	64.6억원 / 500원
52주 최고 / 최저	84,500 / 24,750원
3M 일평균 거래대금	25.49억원
외국인지분율	2.86%*
PBR (1H26 자본)	3.03배

시장데이터 기준일 2026.08.28(발행사 확인), 52주는 종가 기준. 9.28 종가 35,250원. *알파스퀘어 2026.09.28 조회

▶ 주주현황

이강명 외 특수관계인*	35.60%
삼성SDI	8.11%
우리사주조합	0.64%
자기주식	0.00%

2026.06.30 기준. *공동보유자 디케이피-KAI 신기술투자조합 제1호 5.52% 포함

SUMMARY FINANCIAL DATA 연결, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	2,473.7	1,362.2	1,946.3	973.8	1,377.0
영업이익	-83.4	-713.9	-545.3	-329.1	63.3
영업이익률 (%)	-3.4	-52.4	-28.0	-33.8	4.6
지배주주순이익	248.0	-1,101.2	-775.9	-494.9	-140.2
EPS (원)	2,068	-9,086	-6,364	-4,068	-1,126
EBITDA	-	-500.8	-170.7	-157.3	270.0
영업활동현금흐름	-35.8	-553.4	-227.6	-321.6	53.2
부채비율 (%)	77.4	202.3	367.6	-	308.1
총차입금	1,917.8	3,892.4	4,685.3	-	4,488.3

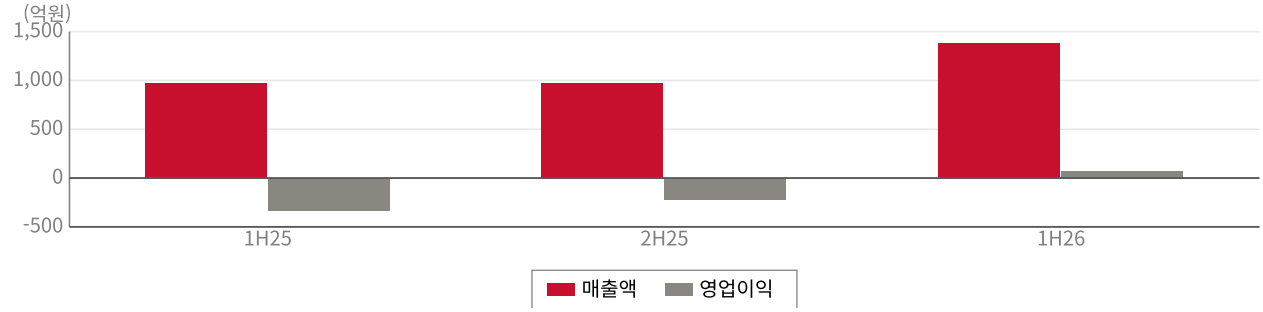
자료: 성일하이텍 2023~2025 사업보고서·2026 반기보고서 연결재무제표, R-Advisory by KONNECT

1H26 Review — 세 가지 포인트

① 2분기 영업이익 63억원, 판가 +62%가 끌어올린 흑자

동사는 2026년 상반기 매출액 1,377.0억원(+41.4%, YoY), 영업이익 63.3억원(흑자전환, 전년 동기 -329.1억원)을 기록했다. 분기로 보면 1분기 영업이익은 사실상 0(-0.04억원)이었고, 2분기에 매출 768.1억원·영업이익 63.3억원(영업이익률 8.2%)이 나왔다. 개선의 출처는 물량이 아니라 가격이다. 2차전지 소재 평균 판매가격은 kg당 30,377원으로 2025년 평균(18,790원)보다 61.7% 높았고, 상반기 생산량 3,726톤은 연환산 시 2025년(7,078톤)과 비슷한 수준이다. 2025년 2월 콩고민주공화국(DRC)의 코발트 수출 중단과 이후 연 96,600톤 쿼터 도입으로 코발트 가격이 톤당 약 2만 달러(2025.02)에서 5만6천 달러 이상(2026.01)으로 올랐고(Ecofin Agency·Investing News Network, 2026), 이것이 판가에 반영됐다. 반기순손익은 -135.1억원(지배 -140.2억원)으로 적자이며, 2분기 순이익 93.0억원에는 전환사채 파생상품 평가손익의 분기 간 환입 순효과 약 89.6억원이 포함돼 있어 영업 개선분과 구분해 읽어야 한다.

반기별 매출액과 영업이익 (연결)



자료: 성일하이텍 2025 사업보고서·2026 반기보고서(연결), R-Advisory by KONNECT · 2H25 = 2025년 − 1H25

② 하반기 변수는 금속가격 되돌림과 연간 가이던스의 거리

2026년 8~9월 금속가격은 방향을 바꿨다. 중국의 코발트 중간재 수입가격은 8월 13.5%, 황산코발트는 약 12.5% 하락했고(SMM, 2026.09.20), LME 니켈은 5월 톤당 약 2만 달러에서 9월 1일 16,570달러로 내려왔다(Procurement Resource, 2026.09.03). 동사는 배터리 스크랩과 파우더를 사서 금속을 회수하므로, 고가에 매입한 원료가 판가 하락 구간에 판매되면 마진이 줄어드는 구조다. 회사 측이 밝힌 2026년 매출 목표 3,000억원(데일리인베스트 2026.03.31, 한국경제TV 2026.04.08 보도)을 달성하려면 하반기 매출이 1,623억원 이상이어야 하며, 이는 상반기보다 17.9% 많은 수준이다. 상반기 흑자가 금속가격 상승 구간의 결과였던 만큼, 3분기 실적은 가격 하락 구간에서도 흑자가 유지되는지를 처음 확인하는 시점이 될 것으로 판단된다.

③ 재무 부담: 유동성 차입 2,520억원 대비 현금성자산 449억원, 전환사채 첫 조기상환 지급기일 임박

2026년 6월 말 연결 부채비율은 308.1%, 총차입금은 4,488.3억원이다. 1년 안에 만기가 오는 차입(단기차입금·유동성장기차입금·유동성전환사채) 2,519.7억원에 비해 현금및현금성자산과 단기금융상품은 448.6억원(0.18배)이며, 여기에 종속기업 지엠텍 비지배주주 풋옵션 부채 173.5억원이 유동부채로 넘어와 있다. 제4회(530억원) 전환사채는 첫 조기상환 지급기일(2026.10.27)에 대한 청구기간이 9월 27일 종료됐고, 제5회(200억원)는 첫 지급기일 2026.12.10을 앞두고 있으며, 주가(37,100원, 2026.08.28)는 두 사채의 전환가액(41,130원, 38,426원)을 밑돈다. 2026년 5월 450억원 제3자배정 유상증자(주당 69,400원)로 운영자금을 확보했지만, 같은 기준일 주가는 발행가 대비 46.5% 낮다. 2027년 정부 예산안의 재자원화 설비 지원 106억원(2026.09.01 국무회의 의결, 서울경제·뉴스핌 보도), 2027년 5월 시행되는 「사용후 배터리의 관리 및 산업육성에 관한 법률」은 중장기 수요 기반이지만, 단기 재무 일정을 바꿀 규모는 아닌 것으로 판단된다.

연도별 실적 및 주요 지표 추이

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	2,473.7	1,362.2	1,946.3	973.8	1,377.0
영업이익	-83.4	-713.9	-545.3	-329.1	63.3
지배주주순이익	248.0	-1,101.2	-775.9	-494.9	-140.2
영업이익률	-3.4	-52.4	-28.0	-33.8	4.6
ROE	-	-43.0	-47.0	-	-29.5[a]
EPS	2,068	-9,086	-6,364	-4,068	-1,126
BPS	-	16,747	10,382	-	12,254[b]
PER	-	-	-	-	N/A[c]
PBR	-	-	-	-	3.03[c]

* 자료: 전자공시 DART(2023~2025 사업보고서, 2026 반기보고서), R-Advisory
* [a] TTM(2025년 하반기+2026년 상반기) 지배주주순이익 -421.2억원 ÷ 평균 지배주주지분(2025년 말·2026년 6월 말)
* [b] 2026.06.30 지배주주지분 1,583.3억원 ÷ 발행주식수 12,921,115주
* [c] 2026.08.28 종가 37,100원(시가총액 4,793.7억원) 기준. 순손실로 PER은 산출하지 않음. TTM 매출 2,349.5억원 기준 PSR 2.04배
* 연말 주가를 확인하지 못해 2023~2025년 PER·PBR은 비워 두었습니다. 2023년·1H25 BPS·ROE는 기초 자료 미확보로 비움

핵심 리스크 점검

R1. 전환사채 — 조기상환청구 일정과 희석

항목	제4회 CB	제5회 CB
권면총액	530억원	200억원
전환가액 (2026.06.30)	41,130원 (할인 유상증자 반영 조정)	41,687원 → **38,426원** (2026.07.23 시가하락 조정, 보고기간 후)
전환가능주식수	1,288,597주 (9.97%)	479,765주 (3.71%) → 조정 후 약 520,481주
첫 조기상환 지급기일	**2026.10.27**	**2026.12.10**
조기상환율	반기 단위 연복리 4.0%	반기 단위 연복리 4.0%
전환가액 하향 한도	최초 전환가액의 80%	최초 전환가액의 80%
매도청구권(회사 측 콜)	2027.10.27까지, 사채권자별 30% 한도	2027.12.10까지, 30% 한도

* 자료: 반기보고서 주석 22, R-Advisory

- 조기상환 청구기간은 지급기일 60일 전부터 30일 전까지입니다. 제4회 첫 지급기일(2026.10.27)의 청구기간(2026.08.28~09.27)은 발간일 현재 이미 끝났으며, **실제 청구 규모는 확인되지 않았습니다 · DART 「만기전 사채취득」 관련 공시로 확인할 수 있습니다.**
- 두 사채가 모두 조정 전환가액으로 전환되면 발행주식수는 약 14,730,193주로 2026년 6월 말 대비 약 14.0% 늘어납니다.
- 2026.08.28 주가(37,100원)와 2026.09.28 종가(35,250원) 모두 두 전환가액보다 낮아 전환보다는 상환 청구 유인이 큰 가격대입니다. 2026년 6월 말 파생상품부채(전환권·조기상환권)는 567.2억원(제4회 411.7억원, 제5회 155.5억원)으로, 주가 변동에 따라 손익계산서에 비현금 평가손익이 반복적으로 발생합니다(상반기 평가손실 161.1억원, 평가이익 36.5억원).
- 최대주주 이강명·이경열은 종속기업 에스이머티리얼즈로부터 50억원(무담보, 연 4.60%)을 차입해 제4회 전환사채를 인수했습니다(반기보고서 X. 대주주 등과의 거래).

R2. 유동성 — 1년 내 만기 차입 대비 현금

(억원, 2026.06.30)	금액
단기차입금	1,933.4
유동성장기차입금	223.1
유동성전환사채(장부가)	363.2
유동성 차입 합계	**2,519.7**
현금및현금성자산 + 단기금융상품	448.6
현금성자산 / 유동성 차입	**0.18배**
기타유동금융부채(지엠텍 비지배주주 풋옵션)	173.5
유동비율	49.3%

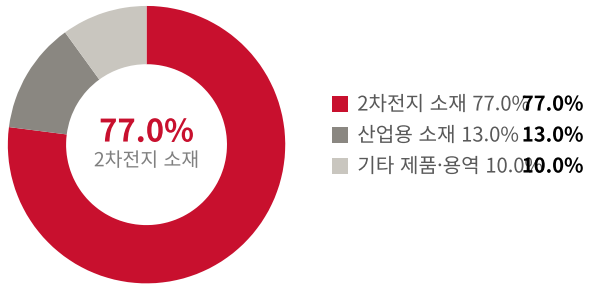
* 자료: 반기보고서 연결재무상태표, R-Advisory

- 회사채 신용등급은 B+(이크레더블, 2026.04.14 정기평가)입니다. 산업은행 자산유동화대출에는 산업은행 기업신용평가 등급이 B- 이하로 떨어지면 기한이익을 상실하는 조항이 있습니다(주석 21).
- 대표이사 연대보증(2025년 말 1,035억원)과 종속기업 채무보증(1,069.9억원)이 있습니다.
- 상반기 재무활동현금흐름은 +190.9억원으로, 유상증자 444.7억원 유입과 차입 순상환 약 270억원이 섞여 있습니다. 영업활동현금흐름은 +53.2억원으로 전년 동기(-321.6억원)에서 흑자로 돌았지만, 유형자산 취득 98.7억원을 차감한 FCF는 -45.5억원입니다.

R3. 금속가격 되돌림

- 상반기 판가 상승은 코발트 가격 급등에 기댄 결과입니다(①). 2026년 8~9월 코발트 중간재·황산코발트 가격이 두 자릿수 하락했고, 코발트 중간재 페이어빌리티(payability)는 87%에서 70%로 낮아졌습니다(SMM, 2026.09.20). 탄산리튬 선물은 9월 4일 톤당 141,900위안으로 주간 약 9% 하락했습니다(SMM).
- DRC 쿼터 제도가 유지되는 한 공급 제약은 남지만, 가격 방향은 발간일 기준 하락 쪽입니다. 동사의 매출 대부분(2차전지 소재 77.0%)이 이 가격에 연동됩니다.

매출 구성 (1H26, 연결 매출 1,377.0억원)



자료: 성일하이텍 2026 반기보고서 II-2, R-Advisory by KONNECT

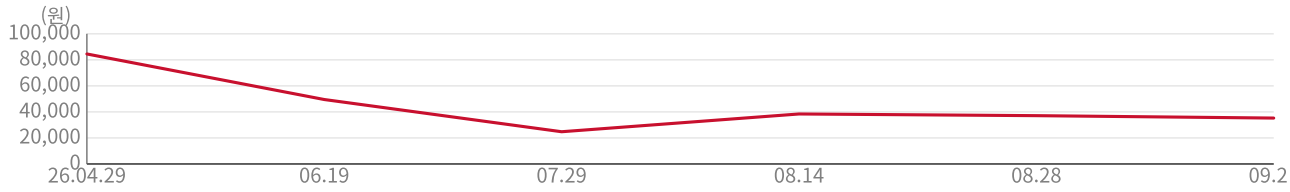
R4. 해외 사업장 — 인허가·통상 규제

- **헝가리:** Bátonyterenye 공장의 연 27,400톤 증설 허가를 두고 지자체가 소송을 제기했고, 2026년 4월 15일 부다페스트 지방법원이 소송 종결 시까지 가동 금지 결정을 내렸습니다(헝가리 에너지부·현지 법인 항소)(Átlátszó, 2026.03.20·06.05). 2026년 4월 정권 교체 후 8월 16일 대형 투자사업 인허가 특례가 철회됐습니다(TeslAnt, 2026.09). 반기보고서 우발부채 주석에는 이와 별도로 헝가리 거래처 소송 1심 패소 2건(충당부채 각 1.0억원·7.6억원), 조세당국 벌금 7.8억 포린트(집행정지), 환경영향평가·폐기물 인허가 행정소송이 기재돼 있습니다.
- **미국:** 2026년 8월 27일부터 1년간 미국 국방물자생산법에 근거한 상무부 산업안보국(BIS) 배정 명령(미 연방관보, 2026.08.06 게재)에 따라 미국 내 블랙매스 월간 판매량 100%를 미국인에게 배정해야 합니다. 예외 승인이 없으면 인디애나 법인의 블랙매스를 한국 습식 공장으로 보내는 구조가 제약될 수 있습니다. 인디애나 법인의 2026년 상반기 매출은 38.8억원, 순손실은 46.3억원입니다(반기보고서 연결대상 종속기업 요약재무).
- **EU:** 블랙매스가 유해폐기물로 분류돼 비OECD 국가로는 수출할 수 없습니다. 한국은 OECD 회원국이어서 사전 신고·동의 절차로 반입이 가능하지만, EU가 추가 제한을 예고한 상태입니다(Delegated Decision 2025/934).

R5. 수급 · 지배구조

- 최대주주 측 주식 중 담보·계약 등이 설정된 주식은 약 2,680,130주(발행주식의 20.7%, 2026.09.16 주식등의 대량보유상황보고 기준)입니다. 보호예수 물량이 포함됐을 수 있어 전부가 주식담보대출은 아닙니다.
- 제3자배정 유상증자 주식 648,414주는 1년 보호예수로, 2027년 5월 이후 매도 가능해집니다.
- 2026년 6월 정기변경에서 코스닥150 지수에서 편출됐습니다(2026.06.12 적용, 데일리팝 2026.05.28·유안타증권 2026.05.15).
- 이사회 6인 중 사내이사 3인·독립이사 3인이며, 의장은 사내이사(이경열)입니다. 최근 3년 배당은 없습니다.

주가 주요 시점 (종가)



자료: 발행사 DB(52주 종가·8/28) · 증권사 리포트 · Investing.com, R-Advisory by KONNECT

R6. 회사 주장 중 외부 자료와 맞지 않는 부분

- 반기보고서의 「세계 배터리 재활용 시장 2026년 16조원 → 2035년 160조원」 서술은 출처가 명시되지 않았습니다. 수치가 가장 가까운 Precedence Research(2026.09.17 갱신)는 2026년 164.4억 달러, 2035년 1,146.6억 달러(CAGR 24.3%)이며, 원화 환산 시 2026년은 약 23조원입니다. 회사 수치가 함축하는 CAGR(약 29%)은 이 출처보다 높습니다.
- 「NCM이 2025년 재활용 매출의 약 70%」 서술은 Precedence(41.2%)·Mordor(50.1%)의 화학계 비중과 다릅니다.
- 자동차관리법상 배터리 안전성 인증·이력관리제 시행일은 2025년 2월 17일입니다(국토교통부).
- 국내 「선두」 지위는 SNE리서치(2023)의 정성적 서술이 유일한 제3자 근거이며, 점유율 수치는 확인되지 않았습니다.

실적 · 재무제표

손익계산서

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	2,473.7	1,362.2	1,946.3	973.8	1,377.0
매출원가	2,249.8	1,733.2	2,257.4	1,184.5	1,166.0
(매출원가율(%))	90.9	127.2	116.0	121.6	84.7
매출총이익	223.9	-371.0	-311.2	-210.7	211.0
(매출총이익률(%))	9.1	-27.2	-16.0	-21.6	15.3
판매비와 관리비	307.3	342.9	234.2	118.4	147.7
영업이익	-83.4	-713.9	-545.3	-329.1	63.3
(영업이익률(%))	-3.4	-52.4	-28.0	-33.8	4.6
EBITDA	-	-500.8	-170.7	-157.3	270.0
(EBITDA 마진율(%))	-	-36.8	-8.8	-16.1	19.6
영업외손익	-33.1	-169.7	-200.8	-171.8	-200.4
(관계기업손익)	-38.1	-50.0	-18.3	-32.1	0.6
(금융수익)	98.4	158.2	161.4	39.0	145.0
(금융비용)	99.7	235.0	303.0	165.7	344.4
(기타)	6.3	-42.8	-40.9	-13.1	-1.6
법인세차감전순손익	-116.5	-883.6	-746.1	-500.9	-137.2
(세전이익률(%))	-4.7	-64.9	-38.3	-51.4	-10.0
(법인세비용)	-368.9	241.4	59.4	13.2	-2.1
(법인세율(%))	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
계속사업손익	252.3	-1,124.9	-805.5	-514.2	-135.1
중단사업손익	-	-	-	-	-
당기순이익	252.3	-1,124.9	-805.5	-514.2	-135.1
(당기순이익률(%))	10.2	-82.6	-41.4	-52.8	-9.8
지배지분순이익	248.0	-1,101.2	-775.9	-494.9	-140.2
(지배순이익률(%))	10.0	-80.8	-39.9	-50.8	-10.2
비지배지분순이익	4.4	-23.7	-29.5	-19.3	5.1

* 법인세비용 음(–)은 법인세수익. 세전손실에도 법인세비용이 발생해 순손실이 커진 기간은 2024·2025·1H25이며, 주석상 미인식 이연법인세 변동효과가 원인입니다(2024 486.2억원, 2025 177.8억원). 1H26은 법인세수익 2.1억원입니다.

* 2023년 EBITDA는 감가상각비 원천 미확보로 비움. 기타포괄손익·포괄순이익 행은 전 기간 동일 원천을 확보하지 못해 생략

재무상태표 (연결, 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
유동자산	1,459.5	1,269.1	1,344.7	1,799.4
현금및현금성자산	304.9	230.0	247.1	302.1
단기금융상품	46.1	92.1	28.2	146.5
매출채권및기타채권	287.5	148.7	318.0	335.3
재고자산	599.6	675.7	519.4	642.8
비유동자산	4,291.2	5,525.9	5,862.3	5,789.7
유형자산	3,460.5	4,914.0	5,431.0	5,365.9
자산총계	**5,750.7**	**6,795.0**	**7,207.1**	**7,589.1**
유동부채	1,204.4	2,532.1	3,312.4	3,648.5
단기차입금	781.9	1,584.1	2,043.4	1,933.4
유동성장기부채	53.0	98.6	218.2	223.1
유동성전환사채	-	430.3	330.7	363.2
파생상품부채	-	78.6	406.0	567.2
비유동부채	1,305.0	2,014.8	2,353.3	2,081.2
장기차입금	1,082.9	1,779.4	2,093.0	1,968.6
부채총계	**2,509.4**	**4,546.9**	**5,665.7**	**5,729.7**
지배주주지분	3,091.9	2,034.4	1,270.3	1,583.3
비지배지분	149.4	213.7	271.1	276.1
자본총계	**3,241.3**	**2,248.1**	**1,541.3**	**1,859.4**

현금흐름표 (연결, 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동현금흐름	-35.8	-553.4	-227.6	-321.6	53.2
(이자 지급)	-19.2	-57.7	-173.2	-74.2	-94.2
투자활동현금흐름	-1,850.6	-1,635.1	-329.2	-220.3	-192.5
(유형자산 취득)	-1,896.9	-1,734.0	-361.8	-215.6	-98.7
재무활동현금흐름	1,173.0	2,113.0	577.8	460.5	190.9
FCF(영업CF – 유형자산 취득)	1,932.7	-2,287.4	-589.4	-537.2	-45.5

주요지표

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
부채비율(%)	77.4	202.3	367.6	308.1
유동비율(%)	121.2	50.1	40.6	49.3
차입금의존도(%)	33.3	57.3	65.0	59.1
총차입금	1,917.8	3,892.4	4,685.3	4,488.3
순차입금	1,566.8	3,570.3	4,410.0	4,039.7
발행주식수(주)	-	12,148,000	12,235,446	12,921,115
2차전지 소재 판가(원/kg)	-	18,227	18,790	30,377
2차전지 소재 생산량(톤)	-	5,863	7,078	3,726

* 자료: 전자공시 DART(사업보고서·반기보고서 연결재무제표 및 주석), R-Advisory

* 총차입금 = 단기차입금 + 유동성장기부채 + 전환사채(유동) + 장기차입금. 순차입금 = 총차입금 – 현금및현금성자산 – 단기금융상품

* 2024년 말 발행주식수는 2025년 말 12,235,446주에서 2025년 중 주식선택권 행사 87,446주를 차감한 값

기업가치 제고 진단

D1. 자본비용(COE)과 Equity Spread

* 원천: valueup-benchmark-diagnosis (CAPM 입력) / 입력값 발행사 확인 / 기준일 2026-08-28

COE = Rf + β × ERP = 3.788% + 0.607 × 7.0% ≒ 8.04%

* Rf 3.788% — 한국은행 경제통계시스템 시장금리, 기준일 2026.08.28
* β 0.607 — 발행사 DB, KSIC 20(화학) 중위 베타(95사, 적재 기준일 2026.08.05). 소형주 특성상 개별 베타 대신 산업 중위 베타를 적용했습니다. 동사 개별 베타는 0.98(252거래일, R^2 0.44)이며, 이를 쓰면 COE는 약 10.65%입니다. 최근 3개월 일평균 거래대금은 25.49억원(중위 17.72억원)입니다.
* ERP 7.0% — 발행사 채택값. ERP는 관측치가 아니라 채택한 가정값입니다. ERP 4.87%(Damodaran 한국)를 쓰면 COE는 약 6.74%입니다. 세 입력의 기준일이 다릅니다(Rf 2026.08.28 · β 2026.08.05 · ERP 채택값).

Equity Spread (ROE − COE)

연도	ROE	COE	Spread
2024	-43.0%	8.04%	-51.0%p
2025	-46.96%[a]	8.04%	-55.0%p[a]
TTM(1H26)	-29.5%	8.04%	-37.5%p

* COE는 현재 입력값을 전 기간에 동일 적용. 2023년은 평균자본 산출용 2022년 말 자본을 확보하지 못해 비움
* [a] 평균 지배주주지분 기준(valueup-benchmark-diagnosis). 발행사 DB는 FY2025 ROE를 -52.26%, Spread를 -60.29%p로 산출하며, 차이는 자본 산식(평균·기말 등) 정의 차이로 보이나 원천 정의는 확인되지 않았습니다.

결론: Spread가 양(+)이 되려면 순이익률을 흑자로 돌려야 합니다. 재무레버리지가 이미 4.24배(D2)여서 레버리지로 ROE를 끌어올리는 경로는 부채 부담을 더 키웁니다. 부호가 0에서 멀어 ERP를 5~8%로 바꿔도(COE 6.82~8.64%) 판정은 달라지지 않습니다.

D2. ROE 3분해 (2025 사업연도, 연결·지배주주 기준)

ROE 3분해 (2025, 연결 · 지배주주)

ROE (2025)	=	순이익률	×	자산회전율	×	재무레버리지
-47.0%		**-39.9%**		**0.278회**		**4.24배**
평균 지배주주지분 1,652.3억원		개선고려		개선고려		개선고려 손실률 증폭

자료: 자체 계산(2025 사업보고서 연결재무제표), R-Advisory by KONNECT

D3. 업종 벤치마크 대비 신호등 — 소재(Materials)

지표	동사	업종 목표선	업종 실적선	판정
ROE	-46.96%	10.1%	3.2%	🔴 위험
PBR	3.77배[a]	1.0배	0.6배	🟢 양호
주주환원율	산출불가	34%	37.4%[b]	⚪ 산출불가
Equity Spread	-55.0%p	0 이상 🟢	−2%p 이상 🟡	🔴 위험

* [a] 2026.08.28 시가총액 ÷ 2025년 말 지배주주지분. 2026년 6월 말 지배주주지분(1,583.3억원) 기준으로는 3.03배
* [b] 백서에 주주환원율 실적 벤치마크가 없어 시장 배당성향으로 대용
* 참고 지표(판정 없음): 매출액 CAGR(2023→2025) -11.3%, 영업이익률(2025) -28.02%, 배당수익률 0.0%. 배당성향·TSR·영업이익 CAGR은 산출불가

* 원천: valueup-benchmark-diagnosis / 시장데이터 기준일 2026-08-28 / 코스닥 · 소재 업종(n=17) / 재무 기준 FY2025 연결
* 업종 모집단이 17개사(30개사 미만)로, 기준선 대비 판정은 참고 수준입니다.
* 판정: 🟢 두 기준선 중 높은 쪽 이상 / 🟡 두 기준선 사이 / 🔴 낮은 쪽 미만 / ⚪ 기준선 없음·산출불가
* ※ 업종 목표선은 밸류업 공시기업들이 제시한 목표의 평균인 외부 기준선이며, 동사가 선언한 목표가 아닙니다.

종합 판정은 **위험**입니다(하드룰 — 당기순손실). ROE가 음(–)이므로 Equity Spread는 자동으로 자본비용 미달이며, 배당성향·주주환원율은 분모가 음수라 산출하지 않았습니다. Equity Spread 기준 COE는 CAPM 8.04%(D1 입력값)이며, 업종 도출 COE는 10.1%(백서 p.40, 영구성장률 g=0 가정)입니다.

목표 PBR 상한 = 목표 ROE 10.1% ÷ 업종 도출 COE 10.1% = 1.0배. 현재 PBR(3.77배, 2025년 말 지배주주지분 기준)은 상한을 웃돕니다. ROE가 음(–)인 상태에서 PBR이 상한을 넘는 것은 현재 주가가 자본효율보다 향후 이익 회복 기대를 반영한 것으로 해석될 여지가 있습니다.

참고: KSIC 20(화학) 업종 실적선 — FY2025 중위 (발행사 DB, 172사 · 판정 없음, 위 GICS 표와 기준이 다름)

지표	동사(FY2025)	KSIC 20 중위
PBR	3.77배	1.12배
ROE	-46.96%	3.94%
영업이익률	-28.02%	4.33%
부채비율	367.6%	46.87%

D4. 주주환원 설계 유형

* 원천: valueup-benchmark-diagnosis 목표 레인지 + 자체 FCF 계산(2023~2025 사업보고서) / 기준일 2025-12-31

- 최근 3년 누적 FCF -4,809.5억원 ÷ 누적 지배주주순이익 -1,629.1억원 → 두 값이 모두 음(–)이어서 비율 해석 불가
- 권고 유형: ③ **조건부(Trigger)**
- 권고 산식: 「연간 FCF 양(+) 전환 및 순차입금/EBITDA 목표치 도달 시 배당 개시」처럼 재무 조건 충족을 전제로 한 환원 착수 조건 제시
- 최근 3년 현금배당·자기주식 취득 없음. 사업보고서에 배당절차 개선은 「검토 예정」으로 기재

D5. KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	×	계획 미공시
②	자본비용(COE) 등 분석	×	계획 미공시
③	중장기 계량적 목표설정	×	계획 미공시
④	종합적 분석을 통한 목표설정	×	계획 미공시
⑤	구체적·합리적 계획수립	×	계획 미공시
⑥	임직원 인센티브 연계	×	계획 미공시

#	항목	판정	비고
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	×	계획 미공시
⑧	이행평가 결과 반영	×	계획 미공시
⑨	경영진 소통 참여	×	계획 미공시
⑩	적극적인 소통정책	×	계획 미공시
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	×	계획 미공시
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	×	계획 미공시

* 원천: valueup-benchmark-diagnosis 12항목 체크리스트 / 기준일 2026-09-28
* 공시 이력 확인: **C 미공시 확인** — DART 공시 목록(2026.09.16까지 수집)에 동사의 기업가치 제고 계획 관련 공시 0건 (발행사 확인). KIND 밸류업 공시 목록과의 교차 확인은 하지 못했습니다.
* 채점 원천: 반기보고서
* 동사는 기업가치 제고 계획을 공시하지 않은 기업으로 이행평가 대상이 아닙니다.

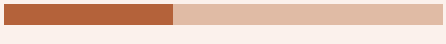
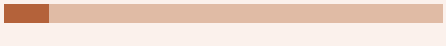
채점 0/24 (12항목 모두 계획 미공시로 미충족). 확인된 지배구조 항목은 전자투표제 도입 1건입니다(2025.02.13 이사회 결의, 반기보고서 VII 주3).

미충족 항목 중 우수사례가 적은 항목: ② 자본비용(COE) 등 분석 — 우수사례 전체 1건·코스닥 0건(valueup-benchmark-diagnosis 우수사례 DB)으로 희소성이 가장 높고 재무데이터로 바로 착수할 수 있는 항목. ⑪ 외국인 투자자 소통(영문공시) — 우수사례 1건·코스닥 0건. 다만 현 재무 상태(ROE 음(–), FCF 음(–))에서는 목표 수치보다 자본비용과 현재 수익성의 차이를 먼저 진단하는 것이 순서입니다.

D6. 레이먼인덱스 포지셔닝 — 코스닥 × KSIC 20(화학) 상위 10% 대비

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · FY2025 · 종합 40.4 / B-

산식 v3.1, 연결, 사이트 공개 화면과 같은 보정값. CEI·CGI·RII·MAI는 100점 환산 절대 점수, WP는 0~1 확률(게이지는 ×100). 대조군 코스닥 × KSIC 20(화학).

CEI 자본효율	**23.3**		업종 평균 55.3 대비 🔴 **위험**. 3년 37.4 → 23.6 → 23.3, 업종 백분위 4.2%.
CGI 현금거버넌스	**59.4**		업종 평균 56.6을 소폭 상회해 🟢. 상위 10%(78.9)와 갭 -19.5.
RII 재투자강도	**50.9**		업종 평균 50.3과 경계선에서 🟢. 3년 53.1 → 44.4 → 50.9.
MAI 시장적응	**38.2**		2025년 66.2 → 38.2로 급락, 업종 백분위 1.1%로 🔴 **위험**.
WP 악화위험도	**0.1032**		MEDIUM 구간 🟡. 업종 중위 0.0378 대비 높아 백분위 83.5% (낮을수록 안전).

자료: 발행사 DB(FY2025 산출일 2026-09-28 · WP 2026-05-15), raymonds-index-benchmark-review 판정, R-Advisory

위험 축 — 레이먼인덱스 WP·관계형 (낮을수록 우량)

지표	값	그룹 전체평균 μ	상위10% T	판정
관계형리스크	0.0483 (낮음)[a]	22.41	50.46	⚪ 대조불가 (벤치마크 동일 계열 이전 모델 2025Q2: 고위험 등급 → 🔴 기준)
WP 악화위험도	0.1032 (MEDIUM)	0.094	0.533	🟡 주의

* [a] 채택 모델은 0~1 스케일로, 0~100 스케일인 벤치마크와 대조할 수 없어 판정하지 않았습니다. 산출일(2026-09-27)이 시장데이터 기준일 이후이며, 관측창 내 위험 플래그는 최대주주 변경 1건입니다(CB 발행·대표이사 변경·임시주총·임원 해임 플래그 0). 벤치마크와 같은 계열의 이전 모델(2025Q2 스냅숏, 발행사 미채택)은 고위험 등급(50점 이상)이었습니다.

품질 축 — 레이먼인덱스 CEI·CGI·RII·MAI (높을수록 우량)

지표	값	그룹 전체평균 μ	상위10% T	T 대비 갭	3년 추이 (2023→2024→2025)	판정
CEI 자본효율	23.3	55.3	87.5	-64.2	37.4 → 23.6 → 23.3 ↓	🔴 위험
CGI 현금거버넌스	59.4	56.6	78.9	-19.5	54.9 → 50.3 → 59.4	🟢 양호
RII 재투자강도	50.9	50.3	85.1	-34.2	53.1 → 44.4 → 50.9	🟢 양호
MAI 시장적응·모멘텀정합	38.2	61.5	84.1	-45.9	66.0 → 66.2 → 38.2 ↓	🔴 위험

* 산식 계보: 3개년 모두 v3.1로 동일해 추세 비교가 가능합니다. 보정 전 원값(CEI 23.6·RII 60.1·종합 48.2)은 싣지 않았습니다. 벤치마크(2026-07-06)와 업종 백분위가 보정값·원값 중 어느 쪽으로 산출됐는지는 표기되지 않았습니다. 원값으로 대조해도 CEI 🔴·RII 🟢로 판정은 같으며, RII(50.9)는 업종 평균(50.3)과 경계에 있습니다.
* WP는 0~1 스케일, CEI·CGI·RII·MAI는 0~100 스케일. WP는 2026-05-15 1회 산출값이며, 별도 분기 모델(2026Q1)은 0.0312입니다. 동사 WP는 업종 중위(0.0378) 대비 높아 업종 내 백분위 83.5%입니다(낮을수록 안전).
* 지수값 원천: 발행사 DB 정본(산식 v3.1, 연결, FY2025 산출일 2026-09-28) · 사이트 공개 화면과 같은 보정값으로 통일
* WP 원천: 운영 모델 v8.2.0(2026-05-15 산출) / 관계형 위험 원천: 채택 모델(관측창 2023.09~2026.03)
* 판정 원천: `raymonds-index-benchmark-review` / 벤치마크 기준일 2026-07-06 (코스닥 × 화학(20), 96~97사)

종합 40.4 / B- (2023 51.9 B → 2024 39.6 B- → 2025 40.4 B-). 업종 내 종합 백분위 29.5%, CEI 4.2% · MAI 1.1%로 두 지수가 업종 최하위권입니다(코스닥 × KSIC 20, 95사). 위험 축은 WP 🟡(업종 백분위 83.5%)이고 관계형 위험은 모델 간 결론이 엇갈립니다. 품질 축은 CEI·MAI 🔴입니다. 위험 축이 선행지표이므로 품질 점수보다 WP·관계형 위험의 다음 산출값을 먼저 확인할 필요가 있습니다.

개선 방향(요약): CEI는 자산회전율·수익성 개선, MAI는 이익의 현금 뒷받침(영업현금흐름) 확보가 해당 지수의 산식 구조상 우선 레버입니다. 구성요소 점수가 없어 어느 구성요소가 점수를 깎는지는 특정하지 않았습니다.

D7. 저PBR 위치 진단

구분	값
동사 PBR	3.25배 (2025Q4 산출분) / 3.77배 (2026.08.28 종가 ÷ FY2025 지배주주지분)
시장 내 백분위	-
업종(GICS) 내 백분위	-
업종(KSIC 20) 내 백분위	92.44% (3.25배 기준, 모집단 172사)
Peer 중위 PBR	-
저PBR 해당 여부	해당 없음 (최근 6개 반기)

* 원천: 발행사 DB 저PBR 위치 산출값(2025Q4 산출분) · 코스닥 × KSIC 20 · 해당 연동 스킬 없음

리스트 편입 가능성: **해당 없음** (저PBR 판정 임계 PBR 0.35배, 동사는 해당 없음). 2025Q4 산출분(3.25배) 기준 동사 PBR은 KSIC 20 업종 백분위 92.44%로 업종 중위(1.12배)보다 높고, 2026.08.28 기준(3.77배)으로도 중위를 크게 웃돕니다. 같은 기간 ROE는 음(–)이어서, 주가가 현재 자기자본 수익력보다 향후 이익 회복 기대를 반영한 것으로 해석될 여지가 있습니다. 저PBR 리스트 편입에 따른 수급 이슈는 없습니다.

D8. 한기평 기준 재무건전성 신호등

* 원천: `financial-benchmark-review` / 기준일 2026-06-30(반기) · TTM = 2025년 하반기 + 2026년 상반기 / **D3과 기준이 다릅니다.**

지표	동사	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	308.1%	≤100%	100~200%	>200%	↓ (2025년 말 367.6%)	🔴
차입금의존도	59.1%	≤30%	30~45%	>45%	↓ (65.0%)	🔴
순차입금/EBITDA (TTM)	15.7배	≤2배	2~3.5배	>3.5배	EBITDA 음(–)→양(+)	🔴
EBITDA/이자비용 (TTM)	1.33배	≥5배	3~5배	<3배	음(–)→양(+)	🔴
영업이익률	4.6% (1H26)	≥8%	0~8%	적자	↑ (2025 -28.0%)	🟡
ROE	-29.5% (TTM)	≥10%	0~10%	적자	↑ (2025 -47.0%)	🔴
OCF/영업이익 (이익의 질)	0.84 (1H26)	≥0.8배	0.5~0.8배	<0.5배	첫 산출(이전 영업손실)	🟢
현금성자산/단기성차입	0.18배	≥1배	0.5~1배	<0.5배	—	🔴

* 이자비용 분모는 현금흐름표의 이자지급(현금) 기준(TTM 193.3억원). 금융원가와의 갭은 파생상품평가손실·전환사채 유효이자
* 🔴 6개 — 이 리포트의 「핵심 리스크 점검」 장이 리스크 문단에 해당
* 원천: financial-benchmark-review, 기준일 2026-06-30

회계 품질 플래그

✔	**미분해 손익**	세전손익 – 영업이익 – 순금융손익 잔차: 2023 -31.8 / 2024 -92.9 / 2025 -59.2 / 1H26 -1.0억원 지분법·기타손익 포함 — 손익계산서 「(기타)」 행과 정의가 다름
✔	**이연법인세**	세전손실인데 법인세비용 발생: 2024 · 2025 · 1H25 1H26은 법인세수익 2.1억원으로 해당 없음
✔	**비현금 금융원가**	금융원가/현금이자지급: 2023 5.18배 · 2024 4.08배 · 2025 1.75배 · 1H26 3.65배 1H26 파생상품평가손실 161.1억원이 주원인
☐	채권 역행	미검출
✔	**OCF 지속 음(–)**	2023·2024·2025 3개년 연속 음(–) 1H26 +53.2억원으로 전환
☐	EBITDA ≤ 0	2024·2025 해당, TTM·1H26은 양(+)으로 전환

✔ 검출 ☐ 미검출(현 시점)

자료: financial-benchmark-review, 기준일 2026-06-30, R-Advisory by KONNECT

1H26 순손실 -135.1억원 가운데 파생상품 평가손익 순액 -124.6억원은 현금 유출이 없는 항목이며, 2분기 순이익 93.0억원은 반대로 같은 항목의 환입(+89.6억원)을 포함합니다. 순이익보다 영업이익·EBITDA·영업현금흐름을 함께 읽어야 실적 방향이 왜곡되지 않습니다.

투자의견 · 발행사 정보

투자의견 (변동)내역

일시	2026.09.28	2026.09.27
투자의견	Not Rated	Not Rated
목표가격	-	-

증권사별 보고서 발간 횟수 (기준일 2026.09.27)

연도	2022	2023	2024	2025	2026
발간 횟수	-	-	-	-	-
발간 증권사	-	-	삼성·유진·IBK·한화	삼성·유진·IBK·한화	삼성·유진·IBK·한화·유안타·노무라

* 연도별 발간 횟수는 확인되지 않았습니다. 발간 증권사는 공개 검색으로 확인된 곳만 적었습니다.

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

발행사 정보

R-Advisory · 대표애널리스트 R-Advisory Team · raymond@konnect-ai.net · https://index.konnect-ai.net

Compliance notice

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자인 R-Advisory Team을 비롯해 당사 임직원들은 본 자료 제공일 현재 위 자료에 언급된 종목의 주식 및 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 작성자는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 이 금지하는 선행매매를 하고 있지 않습니다.
- 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않습니다.
- 본 자료에 언급된 종목의 경우, 투자결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.
- 작성자는 본 자료에 게재된 내용들이 본인 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자의 투자 판단을 위한 자료로만 활용되어야 하며 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 저작물로서 모든 지식재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제·전송·배포할 수 없습니다.

R – Advisory

BY KONNECT

R–Advisory by KONNECT

R–Advisory Team
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net