2026. 8. 12.

R-Advisory
박재준
직위: C
raymond.jj.park@proton.me

성문전자 (014910 · KOSPI)

인도 ECMS가 품목으로 지목한 증착필름

- 인도 ECMS 예산 ₹4조(+74.5%), 지원품목에 「Metallized films for capacitors」 명문 기재
- 한국 1,410톤·중국 청도 2,900톤·인도 신설의 3각 생산체제 완성. 다만 유동비율 81.7%로 Not Rated

WHAT'S THE STORY?

정책이 품목을 지목했다: 1980년 설립·1990년 유가증권시장에 상장한 46년 업력의 콘덴서용 금속증착필름 전업기업이다. 필름 커패시터 자체가 아니라 그 안에 들어가는 유전체 필름 위에 아연·알루미늄을 나노미터 단위로 증착한 소재를 만든다. 인도 전자부품제조계획(ECMS)은 2026년 2월 예산을 ₹40,000 crore로 74.5% 증액했고, 지원 품목 목록에 「Polypropylene/Metallized films for capacitors」를 문자 그대로 적어 두었다. 정책 수혜 논거의 최대 약점인 「예산이 늘었다 → 우리가 받는다」 사이의 공백이 이 건에서는 **정책 문서의 품목 목록**으로 채워져 있다. 동사는 2025년 7월 인도법인을 설립하고 2026년 2월 자사주 처분으로 22.6억원을 조달했다.

받을 물리적 자격은 이미 갖췄다: 2009년 하이브리드차용 증착기를 자체 기술로 국산화한 이래 28호기까지 직접 제작했고, 한국 1,410톤·중국 청도 2,900톤의 총 캐파 4,310톤에 등록특허 11건을 보유한다. 2025년에는 청도법인이 순손실 1.3억원에서 순이익 7.1억원으로 흑자전환했고, 25% 지분 관계기업에서 지분법이익 7.5억원이 유입되며 손익 구조가 바뀌었다. **세전이익 22.7억원의 33.0%가 관계기업 2사에서 나왔다.**

그러나 문제는 손익이 아니라 만기구조다: 총차입금 291.7억원 중 93.9%가 1년 내 만기이고, 이에 대응하는 현금성자산·단기금융상품은 57.8억원으로 커버리지는 0.211배다. 유동비율은 3년 연속 하락해 81.7%로 100%를 붕괴했다. 여기에 2026년 10월까지 집행해야 할 중국 관계사 추가 출자의무 약 52.6~58.4억원이 남아 있다. 성장 서사와 별개로 재무구조가 독립 점검을 요구하는 구간이어서 **Not Rated**로 개시한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA (연결 기준)

	2023	2024	2025	1Q26 (YoY)
매출액 (억원)	450.6	480.6	536.8	+3.0%
영업이익 (억원)	5.1	11.0	16.7	-11.5%
지배주주순이익 (억원)	-16.5	27.1	20.0	-16.3%
영업이익률 (%)	1.1	2.3	3.1	–
EBITDA 마진 (%)	–	5.8	7.4	–
ROE (%)	-4.8	7.0	4.7	–
EPS (원)	-83	130	96	–
BPS (원)	1,703	1,917	1,947	–
P/E (배)	N/A	–	20.7	–
P/B (배)	–	–	1.02	–
부채비율 (%)	65.9	82.5	89.1	–

자료: 전자공시 DART(제46기 사업보고서), R-Advisory. 첨부 사업보고서가 3개 회계연도(제44~46기)만 제공해 3기간으로 구성했다. **1Q26은 증감률만 확인되고 절대금액을 확보하지 못해 YoY만 표기했으며 run-rate 환산은 하지 않았다.** P/E·P/B는 2026.08.12 종가 1,987원 기준.

▶ AT A GLANCE

투자의견	**Not Rated**
목표주가	–
현재주가	1,987원
시가총액	434억원 (보통주)
발행주식수	21,857,257주
유동주식 (비율)	16,752,451주 (76.65%)
52주 최저/최고	1,039원/4,150원
자본금 / 액면가	115.3억원 / 500원

▶ SHAREHOLDERS

신준섭 외 4인	23.35%
신승섭	6.41%
외국인 (소진율)	2.71%
자사주	0.00% (소각 완료)

▶ VALUATION

P/E (배)	20.7
P/B (배)	0.97~1.02
BPS (원)	1,947
DPS (원)	5 (3년 만에 재개)
배당수익률	0.25%

▶ HOUSE VS THE STREET

No of estimates	n/a
Target price	n/a

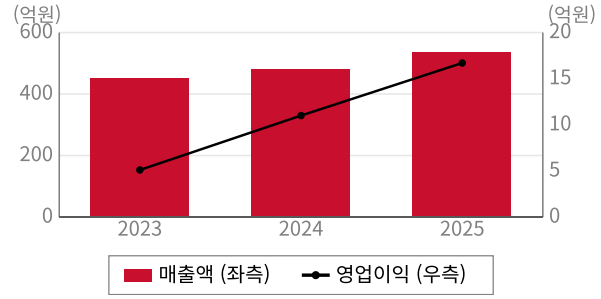
최근 2년(2024~2026) 증권사 리포트 발간 이력이 확인되지 않았다. 제3자 분석은 한국기술신용평가 기술분석보고서(2025.10.30) 1건.

투자 SUMMARY

1. 1980년 설립·1990년 유가증권시장 상장, **46년 업력의 콘덴서용 금속증착필름 전업기업** — 1987년 KAIST와 국산화 성공
2. 증착기를 자체 기술로 국산화해 **28호기까지 직접 제작**, 등록특허 11건 보유. 설비 내재화로 스펙 변경을 장비 단에서 소화
3. 인도 ECMS 예산 **₹4조(+74.5%)**, 지원품목에 「Polypropylene/Metallized films for capacitors」 명문 기재
4. 한국 1,410톤·중국 청도 2,900톤·인도 신설의 **3각 생산체제, 총 캐파 4,310톤** (2025년 실제 생산 4,403톤)
5. 2025년 청도법인 흑자전환(순손실 1.3억 → **순이익 7.1억**), 관계기업 안휘봉성전자 **지분법이익 7.5억원** 유입
6. **3년 만의 배당 재개**와 자사주 60만주 소각. 최근 2년 증권사 커버리지 0건의 정보 공백 구간

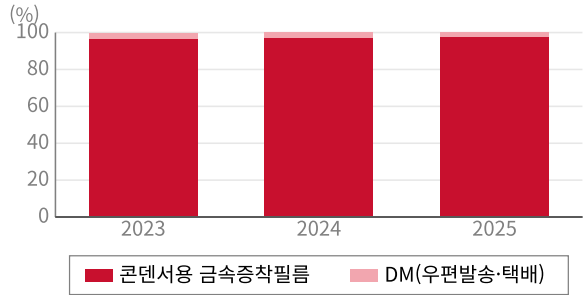
자료: 전자공시 DART, 인도 정부공보국(PIB), R-Advisory 정리

그림1. (연결) 매출액 및 영업이익 추이 (억원)



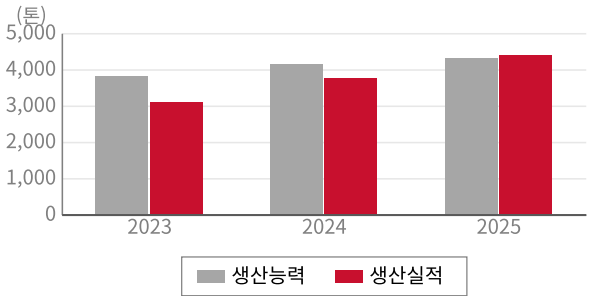
자료: 전자공시 DART(제46기 사업보고서), R-Advisory. 2025년 매출 +11.7%·영업이익 +51.7%(YoY).

그림2. 사업부문별 매출비중 (단순합계 기준, %)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory. 내부거래 제거 전 단순합계 643.4억원(2025년) 기준.

그림3. 생산능력·생산실적 추이 (톤)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory. 2025년 평균가동률 본사 86.9%·청도 89.5%. 3년간 캐파 +12.7%, 생산실적 +42.1%.

그림4. 주가 이벤트 좌표 (2025.12~2026.08)

일자	사건
2025.12.30	상한가 (+29.97%)
2026.05.13	5거래일 60%↑ — 투자경고종목 지정예고 (KIND 20260513001174)
2026.06.16	상한가 (+29.95%, 2,755원)
2026.08.12	**1,987원 — 52주 최고가(4,150원) 대비 −52.1%**

주: 지수 대비 오버레이 차트는 **주가 시계열 API 미연동으로 생성하지 않았다.** 확보된 4개 시점 좌표만 기록한다. 공매도 잔고는 89,986주(0.41%, 2026.08.07)로 공시의무 기준(0.5%)을 밑돈다.

자료: 한국거래소 KIND, 알파스퀘어, Investing.com, R-Advisory

그림5. 주요 연혁 — 도입기 / 성장기 2단 타임라인

[도입기]	국산화와 상장 (1980~2008)
1980.07	회사설립 「성문공업」
1982.10	SKC와 Capacitor용 PET Film 국산화
1987.09	**KAIST와 콘덴서용 금속증착필름 국산화**
1990.03	**유가증권시장 상장 (1990.06 琪 상호 변경)**
1992.01	기업부설연구소 설립
1999.04	제3공장 증설 (평택)
2003.08	청도성문전자 유한공사 설립
2006.03	본점 평택 이전

[성장기]	설비 내재화와 3각 생산체제 (2009~2026)
2009.05	**하이브리드車용 증착기 자체기술 국산화 완료**
2012.09	증착 22호기 자체제작 설치완료
2015.10	본사 25호기·청도 24호기 증설
2017.01	청도 27호기 증설
2019.12	평택 2공장·SPUTTER 설비 완료
2020년	청도 28호기 증설·양산
2021.12	중국 안휘봉성전자 합작투자 설립 (지분 25%)
2025.07	**인도법인 설립 · 2025.09 강소기성신소재 25% 출자**

자료: 전자공시 DART(I-2 회사의 연혁, II-6 연구개발활동), R-Advisory

증착기를 스스로 만들어 온 46년 — 캐파 4,310톤과 등록특허 11건이 만드는 시간 장벽

[마진노트]

증착기 **28호기**까지 자체 제작
캐파 **4,310톤** · 가동률 87~90%
등록특허 **11건**
수출 비중 **96%**

AEC-Q200 단일 시험 **42일**
IATF 신규 사업장 **12개월** 데이터 요건

동사가 만드는 것은 필름 커패시터 그 자체가 아니라 **유전체 필름 위에 아연(Zn)·알루미늄(Al)을 나노미터 단위로 증착한 소재**다. 밸류체인으로 표기하면 「PP·PET 레진 → 베이스필름 → 금속증착 → 필름 커패시터 → 인버터·전원장치」이며, 동사는 이 사슬의 세 번째 칸을 단일 공정으로 영위한다. 제품군은 범용 AC용 AL & AL-Zn 증착필름, 전기차 인버터용 Pattern 증착필름, 태양광·풍력 DC-Link용 H-Type 증착필름 3종이다.

해자는 세 축으로 구성된다. **첫째, 설비 내재화.** 2009년 하이브리드차용 인버터 필름 커패시터 소재의 양산 증착기를 자체 기술로 국산화했고, 이후 본사 25·26호기, 청도 24·27·28호기를 자체 제작해 설치했다. 증착 설비를 외부 조달하지 않는다는 것은 고객이 요구하는 두께·패턴·마진 폭 변경을 장비 개조 단계에서 소화할 수 있다는 뜻이다. **둘째, 절대 생산능력.** 본사 1,410톤 + 청도 2,900톤 = 4,310톤이며 2025년 실제 생산실적은 4,403톤으로 표준 생산능력을 상회했다. **셋째, 지식재산권.** 등록특허 11건이 열거돼 있고 최근 등록분은 「필름 커패시터용 하이브리드 금속필름 형성방법」(2025.05.28)이다. 0.9μm 초박형 메탈라이징 PET 필름도 상용화 단계까지 개발 완료했다.

이 세 축이 **시간으로 환산될 때** 해자의 크기가 드러난다. 자동차용 수동부품 신뢰성 규격 AEC-Q200 Rev E는 온도사이클 1,000회, 습도바이어스 85°C/85%RH 1,000시간, 내구수명 1,000시간을 **무결점으로** 통과할 것을 요구하며 단일 시험만으로 약 42일이 소요된다. 소재를 바꾸면 커패시터 제조사가 이 시험을 다시 치러야 한다. 여기에 IATF 16949 체계는 **12개월간의 성과 데이터가 없는 신규 생산 사업장에 적합성확인서(LoC) 경로만** 허용한다(IATF Rules 6판). 즉 신규 사업장이 자동차 체인의 정식 공급자가 되기까지 최소 1~2년의 실적 축적이 제도적으로 강제된다.

해자의 폭에 대해서는 절제된 표현이 필요하다

사업보고서 내 시장점유율 기재는 서로 다른 절에서 상호 상충하며, 본 리포트는 어느 쪽도 채택하지 않았다. 독립 검증 결과 2025년 연결 매출 536.8억원은 글로벌 금속증착필름 시장 약 16.8억 달러(Market Research Future) 대비 약 2~3% 수준이며, 아시아태평양 PP 커패시터 필름 경쟁구도에서 동사는 Tier-1(Shin-Etsu·Toray)이 아니라 **Tier-2로 분류**된다. 캐파 4,310톤 역시 중국 단일 업체 2곳(2만톤·2.5만톤)의 합계 대비 10분의 1 수준이다.

그래서 포지션은 「틈새 전업사」로 규정하는 것이 정확하다

그리고 이 규정이 오히려 논거를 단단하게 만든다. 중국 현지 산업분석에 따르면 커패시터용 BOPP 필름은 **4~8μm 범용 구간이 이미 공급과잉(产能过剩)인 반면 2~4μm 초박막 구간은 공급부족(产能紧缺)이며 핵심 캐파는 여전히 해외기업이 보유**하고 있다(艾邦高分子, 2026.03.05). 범용 구간에서 물량 경쟁을 하는 것이 아니라 박막·고내압 구간으로 좁혀 들어가는 것이 46년간의 전략이며, 판매전략의 「가격경쟁이 심한 시장은 중국공장으로, 기술력이 필요한 시장은 한국공장에서 특화」가 이 구조를 그대로 반영한다.

그림6. 커패시터용 증착필름 경쟁 포지션 매트릭스 (● 보유 / ○ 부분 보유 / × 미보유 · 경쟁사 익명 처리)

구분	동사	A사	B사	C사	D사	E사
증착기 자체제작	● 보유	○	×	×	●	×
베이스필름 자체생산	× 미보유	●	●	×	×	●
커패시터 완제품	× 미보유	×	×	●	●	×
해외 생산거점 2개 이상	● 보유	●	○	●	×	×
증착 전업 (상업판매)	● 보유	×	×	×	○	●

동사만이 「증착기 자체제작 + 해외 생산거점 2개 이상 + 증착 전업」 3개를 동시에 충족하며, 반대로 베이스필름·완제품은 갖지 않는 단일 공정 특화 구조다. 자료: R-Advisory 정리

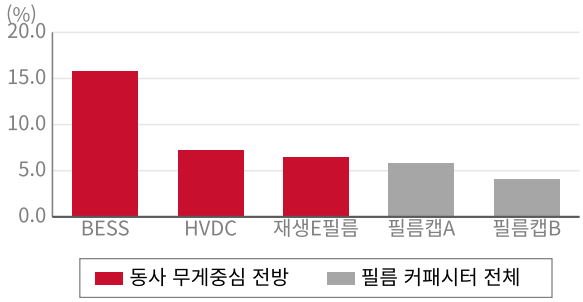
필름 커패시터 수요는 지금 기업이 아니라 각국 전력망 예산이 만든다

그림7. 전력망·전동화 예산 요약

국가	항목	규모	발표일
한국	**한전 송변전 2024~2038**	**72.8조원**	**25.05.27**
	한전 2026년 송배전 투자	9.6조원	26.01.13
	제11차 전기본 신재생 2038	117.9GW	25.02.21
	장주기 ESS 2038	23.0GW	25.02.21
중국	**전력망 고정자산투자 2026~30**	**5조 위안↑**	**26.07.14**
	국가전력망공사 자체 투자	4조 위안	26.01.15
인도	**송전인프라 ~2032**	**₹9.12 lakh cr**	**24.10**
	HVDC 양극 신설	33.25GW	24.10

자료: 한국전력공사, 산업통상자원부, 中电联, 国家电网, 인도 전력부(PIB), R-Advisory 정리

그림8. 응용처별 시장 성장률 비교 (CAGR, %)



주: BESS 2025→2030(MarketsandMarkets 2025.10.08), HVDC 2025→2030(동 2025.08.27), 재생에너지용 커패시터필름 2026→2033(Grand View Research 2026.06), 필름캡A = Research Nester 2026→2035, 필름캡B = Future Market Insights 2025→2035. **필름 커패시터 시장 규모는 기관별로 40억 vs 80억 달러로 2배 차이가 나 레인지로 병기했다.**

자료: 각 기관 발표자료, R-Advisory 정리

① 매크로 — 전력망 투자 사이클. 한국전력공사는 2025년 5월 27일 「제11차 장기 송변전설비계획」에서 2024~2038년 15년간 송변전설비에 **72조 8,000억원**을 투자하고 HVDC 구조를 4GW급 2개 루트에서 **2GW급 4개 루트로 확대**해 2031·2036·2038년 3단계로 준공하기로 확정했다. 최대 리스크였던 주민 수용성 문제는 「국가기간 전력망 확충 특별법」이 **2025년 9월 26일 시행**되며 인허가 특례·국가 주도 추진체계가 발효돼 제도적으로 완화됐다.

② 소거법 — 왜 필름 커패시터인가. HVDC 컨버터 스테이션의 DC 필터·평활 커패시터는 수십 kV의 직류를 상시 견뎌야 한다. 전해 커패시터는 전해액 증발로 수명이 짧고, 세라믹 커패시터는 정전용량 대비 체적과 DC 바이어스 특성에서 대용량 구간을 감당하지 못한다. 남는 선택지는 **자기치유(self-healing) 특성을 가진 금속증착 필름 커패시터**다. 태양광·풍력 인버터의 DC-Link, ESS PCS, 전기차 트랙션 인버터에서도 같은 소거 과정이 반복된다.

③ 동사 포지션은 제품 라인업이 직접 증명한다. 사업보고서 II-1에 기재된 H-Type 증착필름의 주요 사용처는 「태양광, 풍력발전용 DC-Link Film Capacitor」이며 Pattern 증착필름은 「전기자동차용 맞춤형 제작」이다. 연구개발 실적에도 「고저항·저저항 H-type 제품은 Hybrid 자동차나 EV car용, HVDC용, PFC용 capacitor의 원재료로 사용」된다고 명기돼 있다. 2025년 매출 성장(+11.7%)의 회사 측 설명 역시 「평균환율 상승과 **박막필름 판매량 증가**」다.

다만 전방시장 전부가 동시에 성장하는 것은 아니다. Wood Mackenzie는 2025년 12월 15일 글로벌 태양광 인버터 출하가 2025년 577GWac(−2%)에 이어 **2026년 523GWac(−9%)으로 감소**하고 2024년 수준 회복은 2030년대 초반에야 가능하다고 전망했다. 이에 따라 동사의 전방 논거는 태양광이 아니라 **HVDC·ESS·전기차 인버터 세 축에 무게를 두고 읽는 것이 타당하다고 판단된다.**

[마진노트]

한전 송변전 **72.8조원**
중국 전력망 **5조 위안**
HVDC·ESS가 채용처

태양광 인버터는 2년 연속 역성장(2025 −2%, 2026 −9%). 전방 논거의 무게중심을 HVDC·ESS·전기차로 옮겨 읽어야 한다.

ESS 중앙계약시장은 2025년 1,105MW가 낙찰됐고 **2027년까지 준공 의무**가 있어 2026년 중 PCS 발주가 확정적으로 발생한다.

ECMS 예산	CAPEX 보조율	누적 승인	인도법인 출자
₹4조	**25**	**75**	**99.9**
crore · +74.5% 증액(2026.02.01)	% · 일부 세그먼트 최대	개 프로젝트 · ₹61,671 crore	% · 2025.10.01 완료

인도 ECMS — 정책이 「커패시터용 금속증착필름」을 품목으로 명시했고, 동사는 2025년 7월 현지법인을 세웠다

그림9. 인도 ECMS 제도 개요와 동사 실행 타임라인

[제도] MeitY 전자부품제조계획(ECMS)		[동사 실행] 9개월 4단계	
2025.04.26	MeitY, ECMS 고시 (예산 ₹22,919 crore)	2025.05.22	이사회, 인도 자회사 설립 결의
2025.05.01	신청창구 개시	2025.07.31	Sungmoon Electronics India Pvt. Ltd. 설립 완료
2026.02.01	**2026-27 연방예산에서 ₹40,000 crore로 증액 (+74.5%)**	**2025.10.01**	**지분 99.9% 출자 (1,498,500루피 = 24,031,203원)**
2026.03.30	누적 승인 75개 프로젝트 / 투자 ₹61,671 crore / 고용 65,040명	2026.02.26	이사회, 자기주식 1,100,000주 처분 결의 — 목적 「인도법인 투자자금 조달」
지원품목	**Passive components (SMD/Non-SMD capacitors) ★ Polypropylene/Metallized films for capacitors**	**2026.02.27**	**처분 완료 — 주당 2,055원 / 총 22억 6,050만원**
인센티브	증분매출 연 1~10%(6년) / capex 최대 25% / 혼합형	사업내용	「콘덴서용 증착필름 생산, 판매」 — 본사·청도와 동일

자료: 인도 정부공보국(PIB), MeitY, 전자공시 DART, R-Advisory 정리

품목 명시가 핵심이다. ECMS의 지원 대상 세그먼트는 서브어셈블리·기본부품·선정 기본부품·공급망 생태계 4분류 11개 세그먼트로 구성되며, 기본부품 항목에 「Passive components」가, 지원 품목 목록에 **「Polypropylene/Metallized films for capacitors」가 문자 그대로 기재**돼 있다. 즉 인도 정부는 커패시터 완제품뿐 아니라 그 상류 소재인 폴리프로필렌·금속증착필름을 명시적으로 지목해 자본지출의 최대 25%를 보조하겠다고 공표한 상태다. **단순히 해외 판매법인을 하나 더 세운 것이 아니라, 정책이 품목으로 지목한 시장에 생산 거점을 놓고 그 재원을 자사주로 조달한 일련의 실행**으로 해석된다.

수요 측 근거도 정책 문서로 확인된다. 송전인프라 ₹9.12 lakh crore·HVDC 33.25GW에 더해, 인도 신재생에너지부는 2026년 8월 10일 **비화석 발전설비 300GW 돌파**와 2025-26년 태양광 44.6GW·풍력 6GW 신규 추가를 발표했다. 연간 44.6GW의 태양광 신규 설치는 곧 연간 44.6GW의 PV 인버터 수요이며, 인도는 ALMM·기본관세 체계로 인버터·부품의 현지화를 압박하고 있어 **현지 커패시터 제조 수요가 정책적으로 강제되는 구조**다.

정책 수요가 매출로 전환된 이력 — 중국 축에서는 이미 확인됐다. 청도법인은 2003년 설립 이후 2012·2015·2017·2020년 4차례 증착기를 증설하며 캐파를 2,900톤까지 키웠고, 2025년 매출 352.1억원(+10.6%)·영업이익 9.28억원(전년 0.69억원)으로 중국 전력전자 수요 확대 국면에서 실적을 냈다. 관계기업 안휘봉성전자(25%)도 2025년 매출 297.95억원·순이익 34.91억원을 기록해 지분법이익 7.56억원을 귀속시켰다. 즉 **「현지 생산 거점 → 현지 필름콘덴서 고객 → 매출·지분법이익」의 경로가 한 차례 완주된 이력**이 있다. 청도법인은 2021년 6월 IATF 16949, 2017년 1월 ISO 14001 인증도 취득했다.

다만 인도 축에는 아직 이 전환 이력이 없다. 첫째, **동사 인도법인이 실제로 ECMS에 신청·승인되었다는 공시는 확인되지 않았다.** 승인 75개 프로젝트 명단에서 동사를 확인하지 못했으며, ECMS는 선착순 방식이고 세그먼트별 최소 투자 임계치가 있어 소규모 신설법인의 승인 가능성이 불확실하다. 둘째, **동일한 제도가 경쟁자도 만든다.** 승인 목록에는 현지 업체 1곳의 「metallized film production」 프로젝트가 포함돼 있다.

인도 논거의 종결 지점

이에 따라 인도 논거의 종결은 "수혜가 확정됐다"가 아니라 **"중국에서 한 차례 완주한 경로를, 제도가 품목으로 지목한 시장에서 다시 시작했다"** 수준에서 멈추는 것이 정확하다고 판단된다. 회사 측의 ECMS 신청 여부는 향후 확인이 필요한 사항이다. 인도법인은 2025년 말 기준 자산 2,390만원·매출 0원으로 **아직 실질 영업 전 단계**이며, 손익 기여는 2026년 이후의 사안이다.

청도법인 순손익
흑전
–1.3억 → +7.1억원

지분법이익
7.5
억원 · 안휘봉성 25%

세전이익 중 관계기업
33.0
% · 22.7억 중 7.5억

FCF 적자폭
-3.6
억원 · 2년 만에 -106.8→-3.6

한국·중국 청도·인도 3각 생산체제 — 청도법인 흑자전환과 지분법이익 7.5억원

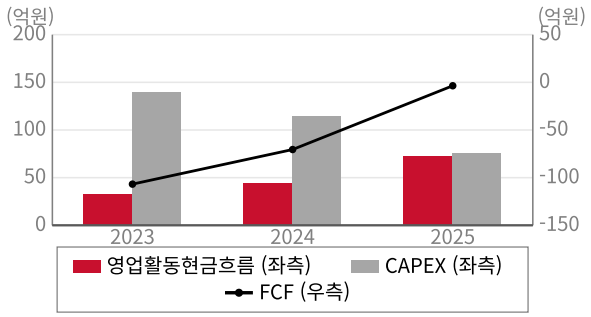
그림10. 종속·관계기업 현황 및 실적 (백만원, %)

구분	회사명	지분율	연결여부	자산총계	매출액	당기순손익
종속기업	**청도성문전자유한공사**	**97.61**	**연결**	**24,515**	**35,212**	**712**
종속기업	Sungmoon Electronics India	99.90	연결	24	–	(0)
종속기업	성문디엠(주)	99.20	연결	939	1,697	(96)
관계기업	**안휘봉성전자유한공사**	**25.00**	**지분법**	**37,138**	**29,795**	**3,491**
관계기업	강소기성신소재유한공사	25.00	지분법	6,566	409	(32)

주: 관계기업 2사는 연결 미편입(지분법)이며 위 매출액·순손익은 **각사 전체 수치로 동사 실적이 아니다.** 동사에 귀속된 2025년 지분법이익은 748백만원이다. 청도법인 2025년 매출은 동사 연결 매출(536.8억원)의 **65.6%**에 해당한다.

자료: 전자공시 DART(제46기 사업보고서 연결주석), R-Advisory

그림11. (연결) CAPEX와 잉여현금흐름 추이 (억원)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory. FCF = 영업활동현금흐름 − CAPEX − 배당금 지급.

2025년 손익의 질적 변화는 본사가 아니라 해외 법인·관계사에서 나왔다. 세전이익 22.72억원은 영업이익 16.73억원에 지분법이익 7.49억원, 기타손익 순액 2.07억원이 더해지고 순금융비용 3.56억원이 차감된 결과다. **즉 세전이익의 33.0%가 25% 지분 관계기업 2사에서 발생했다.** 손익 다변화 측면에서는 긍정적이나, 동시에 이익의 상당 부분이 동사가 경영권을 갖지 않은 자산에서 나온다는 뜻이기도 하다. 지분법이익은 현금 배당으로 회수되기 전까지 손익계산서상 숫자에 머무르며, **2025년 실제 배당 수취액은 2.41억원**으로 지분법이익 7.49억원의 32% 수준이었다.

청도 흑자전환의 표본은 1개 회계연도뿐이다. 2023년 순이익 9.36억원 → 2024년 순손실 1.29억원 → 2025년 순이익 7.12억원으로 변동이 큰 이력을 갖고 있다. 재현성은 2026년 실적으로 재확인되어야 하며, **1Q26 연결 영업이익이 −11.5%(YoY)로 역성장한 점은 이 재확인이 아직 이뤄지지 않았음**을 뜻한다.

국내 설비 투자 — 평택 브레인시티 토지

동사는 2023~2026년 기간에 걸쳐 사업다각화 관련 부동산(토지) 매입에 총 **302.09억원**을 투자하는 계획을 진행 중이며, 2025년 말까지 258.12억원을 집행했고 잔여 43.97억원은 제47기(2026년)에 집행될 예정이다. 2025년 부채 증가(+52억원, +15.2%)의 주요 원인이 「토지분양대금 납부를 위한 차입금 증가」라고 사업보고서 IV-3에 기재돼 있다. 유형자산은 2023년 258.3억원에서 2025년 413.1억원으로 **2년 만에 59.9% 증가**했다.

이 투자 사이클이 재무구조에 남긴 것

3년 누적 CAPEX 330.2억원인 반면 같은 기간 누적 영업활동현금흐름은 149.3억원으로, **차액 180.9억원을 차입으로 조달**했다. 이에 따라 2026년 이후의 관전 포인트는 매출 성장률이 아니라 **잔여 투자 43.97억원 집행 이후 CAPEX가 감가상각비(2025년 21.4억원) 수준으로 정상화되는지 여부**가 될 것으로 판단된다. 실제로 CAPEX는 139.6억 → 114.8억 → 75.8억으로 2년 연속 축소됐고, 잉여현금흐름 적자폭도 −106.8억 → −70.5억 → **−3.6억**으로 손익분기 직전까지 좁혀졌다.

3년 만의 배당 재개와 자사주 소각 — 그리고 최근 2년 커버리지 0건이라는 정보 공백

그림12. 자사주 처분·소각과 주주환원 실행 이력

항목	규모	해석
자사주 처분	**1,100,000주**	**2026.02.27 시간외대량매매 22억 6,050만원(주당 2,055원). 목적 「인도법인 투자자금 조달」**
자사주 소각	**603,728주**	**2026.02.26 이사회 결의 · 03.26 소각. 발행 보통주 22,460,985 → 21,857,257주**
순 유통주식 변화	**약 +50만주**	처분이 소각의 **1.8배** — 이 자사주 처분은 주주환원이 아니라 **자금조달(유상증자 대체)**로 읽는 것이 정확하다
현금배당	110백만원	보통주 5원·우선주 10원. 직전 배당은 2022년 결산배당으로 **3년 만의 재개**
배당수익률	0.25%	주가 1,987원·DPS 5원 기준. 절대 수준은 미미
처분 상대방	각 550,000주	메리디안원자산운용 / FOX CAPITAL MANAGEMENT LTD. 결의일 종가 대비 **4.7% 할인**

자료: 전자공시 DART, 한국거래소 KIND, R-Advisory 정리

커버리지 공백. 2026년 8월 11일 기준 조회 결과, 동사에 대한 증권사 리서치 리포트는 **최근 2년간(2024~2026년) 발간 이력이 확인되지 않았다.** 2022~2023년은 조회 범위 밖으로 미확인 상태다. 확인 가능한 제3자 분석보고서는 한국기술신용평가(주)가 2025년 10월 30일 발간한 기술분석보고서 1건뿐이다. 외국인지분율 2.71%, 시가총액 434억원. 즉 동사는 전형적인 **정보 공백 구간의 소형주**이며, 이는 시장이 동사의 인도 진출과 청도 흑자전환을 아직 가격에 반영할 기회를 갖지 못했다는 뜻으로 해석된다.

소각 실행에 대한 유보. 발행 보통주가 정확히 603,728주 감소한 것과 외국인한도주식수 21,857,257주가 발행 보통주와 일치하는 두 경로로 소각이 교차확인되나, **2026년 1분기보고서가 「기말 자사주 603,728주」로 기재해 상충**하므로 소각 실행일에 대해서는 DART 원공시 대조가 필요하다.

밸류에이션 서술

현 시가총액 434.3억원은 2025년 EPS 96원 기준 **PER 20.7배**(시가총액 ÷ 지배주주순이익 20.0억원 기준으로는 21.7배), 2025년 말 지배지분 437.2억원 기준 **PBR 0.97~1.02배** 수준이다. PBR이 1배 근방에 머무는 것은 ROE 4.73%가 업종 도출 자본비용 10.4%를 5.67%p 하회하는 구조에서 **이론적으로 정당화되는 영역**이며, 저평가 자체를 논거로 삼기는 어렵다.

다만 이 숫자에 반영되지 않은 것이 있다. 인도법인은 2025년 말 자산 2,390만원·매출 0원으로 손익에 아무런 기여를 하지 않았고, 청도법인의 흑자전환은 2025년 4분기에야 연간 수치로 확정됐다. 잔여 투자 43.97억원 집행 완료 후 CAPEX가 감가상각비 수준으로 정상화되고 인도 축이 매출을 내기 시작하면 밸류에이션 리레이팅을 기대해볼 만하다.

선도기업과의 격차는 성장률이 아니라 자본효율로 설명된다. 필름 커패시터 순수 플레이어인 중국 Xiamen Faratronic(600563)은 2026년 8월 11일 기준 PER 25.6배·PBR 약 5.1배에 거래되며, 이 프리미엄의 근거는 매출성장률(2025년 +11.6%)이 아니라 **ROE 21.49%의 지속성과 배당성향 43%**다. 동사의 2025년 매출성장률은 +11.7%로 사실상 동일한 반면 ROE는 4.73%로 **4.5분의 1 수준**이다. **리레이팅의 경로가 매출 확대가 아니라 ROE 개선에 있다는 뜻이다.**

수급 — 외국인 지분을 관심 유입으로 읽어서는 안 된다

외국인 보유주식수는 591,554주로 한도주식수 대비 2.71%인데, 2026년 2월 27일 자사주 시간외대량매매에서 **FOX CAPITAL이 인수한 물량이 550,000주**로 현 외국인 보유 총량의 93.0%에 해당하는 규모다.

두 수치가 같은 물량인지는 확인되지 않았고 처분 전 외국인 지분율도 미상이다. **다만 어느 쪽이든 외국인 지분이 단일 블록딜 규모와 같은 자릿수에 있다는 사실 자체가, 이 종목의 외국인 수급이 소수 주체에 집중돼 있고 시장 유입의 결과가 아님을 시사한다.**

오히려 해당 물량의 처분 시 유통 물량 부담으로 작용할 수 있다. 이 수급 구조는 패시브·기관 자금이 아니라 **개인 단기자금 주도**로 판단되며, 주가 변동성 자체를 펀더멘털 재평가의 신호로 읽어서는 안 된다.

우선주에 관한 경고. 우선주 성문전자우(014915)는 2026년 8월 12일 4,625원으로 보통주(1,987원)의 2.33배에 거래되나, 상장주식수 600,000주·당일 거래대금 546만원의 **초저유동성 종목**이다. 우선주 가격을 기업가치 지표로 인용해서는 안 된다. 코리아 밸류업 지수는 2026년 5월 28일 정기변경 편입·편출 명단에서 확인되지 않았다.

리스크 요인 — 손익이 아니라 재무구조와 만기구조에 있다

① **유동성 구조 — 단기차입 커버리지 0.211배, 유동비율 81.7%.** 2025년 말 총차입금 291.7억원(리스 포함) 중 **93.9%인 273.9억원이 1년 내 만기**다. 이에 대응하는 현금성자산과 단기금융상품 합계는 57.8억원으로 커버리지는 0.211배(양호 기준 1배 이상)다. 이 지표는 0.365배 → 0.173배 → 0.211배로 여전히 위험 기준(0.5배 미만)에 머문다. 유동비율은 126.1% → 104.2% → **81.7%**로 3년 연속 하락하며 100%를 붕괴했다. 금융기관 약정 한도는 303.1억원 중 283.5억원이 실행돼 **소진율 93.5%**, 잔여 여력은 19.6억원이다. 담보로 제공된 유형자산 장부금액 86.4억원에 채권최고액 272.3억원이 설정돼 담보 여력도 사실상 소진됐다. 차환(roll-over)을 전제로 한 구조이며 조달 환경이 악화될 경우 완충 장치가 얇다.

② **2026년 확정 현금유출 대기 — 중국 관계사 추가 출자의무.** 동사는 강소기성신소재유한공사에 총 CNY 37,500,000의 출자 약정을 부담하고 있으며 이 중 CNY 8,300,000만 납입 완료했다. **잔여 CNY 29,200,000은 2026년 10월 29일 이내에 납입할 예정**이라고 주석 38(4)에 기재돼 있다. 환율 180~200원/CNY 가정 시 약 52.6~58.4억원으로, 2025년 말 보유 현금성자산+단기금융상품(57.8억원)의 **91~101%**에 해당한다. 이 금액을 보유 현금으로 충당하면 유동성 지표가 붕괴하고, 차입으로 조달하면 순차입금/EBITDA가 5.87배에서 더 악화된다. 또한 이 출자는 지분투자이므로 CAPEX가 아니어서 재투자 관련 지표를 개선시키지도 않는다.

③ **커버리지 착시 — 손익 이자비용 2.29억원 vs 현금 이자지급 8.87억원.** 2025년 손익계산서상 이자비용은 2.29억원이나 현금흐름표상 이자지급액은 **8.87억원**으로 3.87배 차이가 난다. 원인은 차입원가 자본화로, 2025년 7.28억원(자본화이자율 3.63%)이 건설중인자산에 얹혔다. 손익 이자비용을 분모로 쓰면 EBITDA/이자비용은 17.41배(양호)로 보이지만 **현금 이자 기준으로는 4.49배(주의)**다. 건설중인자산이 준공되어 신규 자본화가 중단되면 손익 이자비용이 현금 이자 수준에 수렴하고, 이미 자본화된 7.28억원은 **향후 감가상각비로 이연 인식**된다. 어느 경로로든 미래 손익에 이미 예약된 비용이다.

④ **이연법인세자산 전액 미인식과 이월결손금.** 2025년 말 이연법인세자산 9.14억원이 **전액 미인식**돼 재무상태표상 이연법인세는 0원이다. 미사용 이월결손금 29.52억원, 이월세액공제 2.41억원, 미인식 차감할 일시적차이 26.97억원이다. 사유는 「실현가능성이 높지 않은 것으로 판단」 — 즉 **2년 연속 흑자 이후에도 회사 스스로 미래 과세소득 발생 가능성을 보수적으로 보고 있다.**

⑤ **종속기업 성문디엠 3년 연속 완전자본잠식.** DM 사업부문을 영위하는 성문디엠(주)(지분 99.20%)의 자본총계는 −3.71억원 → −3.79억원 → **−4.31억원**으로 3년 연속 완전자본잠식 상태다. 타법인출자 상세표상 장부가액은 0원으로 최초 취득금액 23.05억원 전액이 손상 처리됐다. 연결 실체 전체가 자본잠식은 아니나 이 자회사는 연결 손익에 매년 손실을 더한다.

⑥ **지배구조 — 대표이사 개인 지급보증과 임원 대여금.** 동사 차입금 129.1억원에 대해 **대표이사가 개인 지급보증 19.3억원**을 제공하고 있으며 외화지급보증에도 추가 보증을 제공한다. 이는 회사 단독 신용으로 조달이 완결되지 않는다는 신호로 해석된다. 또한 임원에 대한 장단기대여금이 기초 6.71억원에서 기말 **6.81억원**으로 회수 없이 증가했다. 이사회는 사내이사 3인·사외이사 1인의 4인으로 구성되고 **이사회 내 별도 위원회가 없으며**, 감사위원회 대신 비상근 감사 1인 체제다. 2025년 사외이사 교육은 실시되지 않았다.

⑦ **실적 모멘텀 반전 신호 — 1Q26.** 2026년 1분기 잠정 실적은 연결매출 +3.0%(YoY)인 반면 영업이익 −11.5%, 당기순이익 −16.3%로 **이익이 역성장했다.** 회사 측은 「해외 수주 호조에도 경쟁 심화」를 배경으로 언급했다. 2025년 실적 개선의 주요 동인이었던 환율 효과도 소멸 중이다. 2026년 상반기 평균 원/달러 환율은 1,482.55원으로 2025년 연평균 1,421.48원 대비 +4.30%였으나, 2026년 8월 평균은 1,420.47원으로 2025년 연평균과 사실상 같은 수준까지 되돌아왔다. **수출 96% 구조에서 환율 효과는 손익에 직결되므로, 2026년 하반기에는 이 4.3%의 자동 매출 증가분이 사라진다.**

⑧ **통상·규제 이벤트 — 2026년 11월 10일 3중 만료.** (a) 중국 상무부의 확대 희토류 수출통제 유예 만료, (b) 미국 301조 대중 관세 면제 178건 만료, (c) 미중 합의 만료가 동시에 도래한다. 동사 제품은 희토류를 사용하지 않아 직접 노출은 낮으나, **청도법인의 대미 수출분은 301조 List 1(25%)에 2026년 7월 신설된 강제노동 301조(12.5%)가 중첩돼 합산 약 37.5%**의 관세를 부담한다. 한편 한국산 관세는 2026년 2월 미 연방대법원의 IEEPA 관세 위법 판결 이후 10~12.5%로 낮아져 **한국 본사와 청도법인 사이에 25%p 안팎의 관세 격차**가 발생한 상태다.

「financial-benchmark-review」 진단 결과 주요 9개 지표 중 3개가 위험, 4개가 주의, 2개가 양호로 판정됐고 보조 지표 2개(유동비율·FCF)도 위험이다. 자료: 전자공시 DART(제46기 사업보고서·연결주석), 한국거래소 KIND, R-Advisory 정리

포괄손익계산서 (연결)

12월 결산 (억원)	2023	2024	2025
매출액	**450.6**	**480.6**	**536.8**
매출원가	385.3	395.7	444.3
매출총이익	**65.3**	**84.9**	**92.5**
(매출총이익률, %)	14.5	17.7	17.2
판매비와 관리비	60.2	73.9	75.7
영업이익	**5.1**	**11.0**	**16.7**
(영업이익률, %)	1.1	2.3	3.1
EBITDA	–	27.8	39.9
(EBITDA 마진율, %)	–	5.8	7.4
영업외손익	**-17.9**	**16.8**	**6.0**
관계기업손익	0.0	7.4	7.5
금융수익	22.2	19.4	7.4
금융비용	43.5	8.9	10.9
기타	3.4	-1.1	2.1
법인세차감전순손익	**-12.7**	**27.8**	**22.7**
법인세비용	3.5	0.8	2.5
당기순이익	**-16.3**	**27.0**	**20.2**
(당기순이익률, %)	-3.6	5.6	3.8
지배지분순이익	-16.5	27.1	20.0
기타포괄이익	-1.8	19.1	9.0
포괄순이익	**-18.1**	**46.2**	**29.2**

재무상태표 (연결)

12월 결산 (억원)	2023	2024	2025
유동자산	**276.9**	**305.8**	**302.6**
현금 및 현금성자산	55.4	35.8	45.7
매출채권 및 기타채권	121.3	152.1	150.4
재고자산	77.7	89.7	83.5
비유동자산	**332.3**	**448.5**	**531.5**
유형자산	258.3	353.3	413.1
관계기업투자금	44.1	56.6	79.9
자산총계	**609.1**	**754.3**	**834.1**
유동부채	**219.6**	**293.4**	**370.5**
매입채무 및 기타채무	53.4	73.5	83.1
단기차입금	109.6	164.4	200.2
유동성채무	15.0	53.0	73.0
비유동부채	**22.4**	**47.6**	**22.4**
장기차입금	20.0	35.0	15.0
부채총계	**242.0**	**341.0**	**392.9**
지배지분	**363.7**	**409.5**	**437.2**
자본금	115.3	115.3	115.3
자본잉여금	149.8	149.8	148.5
이익잉여금	124.6	149.1	170.6
자본총계	**367.1**	**413.3**	**441.2**
총차입금 (리스 포함)	**177.2**	**256.6**	**291.7**

현금흐름표 (연결)

12월 결산 (억원)	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	**32.7**	**44.2**	**72.3**
당기순이익	-16.3	27.0	20.2
비현금항목의 가감	41.0	10.8	26.7
감가상각비	–	15.8	21.4
지분법평가손익	0.0	-7.4	-7.5
영업활동 자산부채변동	12.2	13.5	34.4
기타 현금흐름	-4.1	-7.2	-9.0
투자활동 현금흐름	**-101.9**	**-116.7**	**-97.7**
투자자산 감소(증가)	-18.1	5.4	-16.3
유형자산 처분(취득)	-139.6	-114.8	-71.3
기타	55.8	-7.3	-10.1
재무활동 현금흐름	**57.0**	**51.2**	**35.3**
단기차입금의 증가(감소)	56.7	33.1	36.2
장기차입금의 증가(감소)	20.0	53.0	0.0
장기사채	-13.5	-35.0	–
현금의 증감	-12.2	-21.3	9.8
NOPLAT*	**–**	**10.7**	**14.9**
FCF**	**-106.8**	**-70.5**	**-3.6**

주: * NOPLAT = 영업이익 × (1 − 유효세율). ** FCF = 영업활동현금흐름 − CAPEX − 배당금 지급. 2025년 결산배당 110백만원은 2026년 지급분이라 현금흐름표에 미계상. 현금흐름표의 「유형자산 처분(취득)」 −71.3억원은 취득 31.3억 + 건설중인자산 증가 44.5억 − 처분 4.5억의 순액이며, FCF 산식의 CAPEX 75.8억원은 **처분을 차감하지 않은 취득 총액**이다.

재무비율 및 주당지표

12월 결산	2023	2024	2025
주당지표 (원)			
EPS	-83	130	96
BPS	1,703	1,917	1,947
SPS	2,110	2,250	2,390
DPS	0	0	5
Valuations (배)			
P/E	N/A	–	20.7
P/B	–	–	1.02
EV/EBITDA	–	–	16.8
수익성 (%)			
ROIC	-1.4	1.2	1.7
ROA	-2.7	4.0	2.5
ROE	-4.8	7.0	4.7
성장성 (%, YoY)			
매출액 증가율	–	6.7	11.7
영업이익 증가율	–	114.8	51.7
순이익 증가율	–	흑전	-25.3
안정성			
유동비율 (%)	126.1	104.2	81.7
부채비율 (%)	65.9	82.5	89.1
차입금의존도 (%)	29.1	34.0	35.0
순차입금/EBITDA (배)	–	7.94	5.87
이자보상배율 (배)	2.3	1.5	1.9

주: 원 단위 원자료를 억원으로 환산해 소수 첫째 자리에서 반올림했다. P/E·P/B·EV/EBITDA는 2026.08.12 종가 1,987원 기준이며 2023·2024년은 연도말 주가 미확보로 산출하지 않았다. **주당지표 분모**는 2023·2024년 21,357,257주, 2025년은 자사주 처분·소각 반영 22,457,257주다. **이자보상배율은 현금흐름표상 이자지급액 기준**(손익 이자비용 기준으로는 2025년 7.3배이나 차입원가 자본화 7.28억원이 차감된 수치라 채택하지 않았다). ROA는 평균 자산총계 기준이며 2023년만 기말 기준. EV = 시총 434.3억 + 순차입금 233.9억 = 668.2억원. 자료: 전자공시 DART, R-Advisory

진단의 원천과 범위

본 진단은 **valueup-benchmark-diagnosis**(D1·D3·D4·D5), **financial-benchmark-review**(D8), **raymonds-index-benchmark-review**(D6) 판정 결과를 그대로 옮긴 것이며 판정을 임의로 완화하거나 강화하지 않았다. D2는 자체 계산이다. **D7**(저PBR 위치 진단)은 보조 API(GET /valuation/lowpbr-position) 미연결로 생략했으며 시장 내·업종 내 백분위, Peer 중위 PBR, PBR 1배 미만 지속 연수를 **역산하지 않았다.** 기업가치 제고 계획 **공시 이력은 확인되지 않았고(D 미확인)**, D5 채점은 사업보고서 제46기 기재 사항만을 근거로 한 것이며 「미공시」를 의미하지 않는다.

D1. 자본비용(COE)과 Equity Spread

연도	ROE	COE	Spread	판정
2023	**-4.84%**	10.4%	**-15.24%p**	● 위험
2024	**7.00%**	10.4%	**-3.40%p**	● 위험
2025	**4.73%**	**10.4%**	**-5.67%p**	● **위험**

CAPM 기반 COE는 산출불가다. Rf·β·ERP 세 값 모두 스킬 자산에서 확보하지 못했고, 하나라도 없으면 대입하지 않는 규칙에 따라 모형 산출을 하지 않았다. Equity Spread에는 **업종 도출 COE 10.4%**(백서 p.40 정보기술 섹터, g=0 가정)를 외생값으로 사용했다. 참고로 내재 COE는 4.76%이나 병기만 하며 판정에 쓰지 않았다. **결론:** 3개년 모두 Spread가 음(−)이며 2024년 −3.40%p까지 좁혀졌다가 2025년 −5.67%p로 다시 벌어졌다. **Spread를 양(+)으로 돌리는 유일한 구성요소는 순이익률**이다 — 자산회전율은 0.68회로 3년째 정체돼 있고 재무레버리지는 이미 1.88배까지 상승해 신용 관점과 충돌하므로 확대 여지가 없다.

자료: valueup-benchmark-diagnosis(기준일 2026-08-12), R-Advisory

D2. ROE 3분해 + 요소별 처방 라벨 (자체 계산)

요소	FY2024	FY2025	처방 라벨
순이익률 (%)	5.63	**3.73**	**개선고려**
자산회전율 (회)	0.705	**0.676**	**개선고려**
재무레버리지 (배)	1.763	**1.876**	유지
ROE (%)	**7.00**	**4.73**	

FY2023은 FY2022 자산총계 미확보로 3분해를 산출하지 않았다. 순이익률 3.73% — 전년비 −1.90%p이며 지분법이익이 지배순이익의 37.4%를 차지해 **영업 기반이 얇다. 자산회전율 0.676회** — 3년 누적 CAPEX 330억원이 누적 OCF 149억원의 2.2배로, 자산은 늘었으나 매출이 따라오지 못했다. **재무레버리지 1.876배** — 전년비 +0.113배, 부채비율 89.0%로 확대 여력이 소진됐고 **ROE 방어를 레버리지가 떠받치는 구조는 신용 관점과 상충**한다.

자료: R-Advisory 자체 계산

D3. 업종 벤치마크 신호등 — GICS 정보기술

지표	동사	목표선	실적선	판정
ROE	**4.73%**	**17.3%**	**14.8%**	● **위험**
PBR	**0.99배**	**1.7배**	**2.1배**	● **위험**
주주환원율	**5.49%**	**28.0%**	**39.8%**	● **위험**
Equity Spread	**-5.67%p**	**0 이상**	**-2%p 이상**	● **위험**
목표 PBR 상한	17.3% ÷ 10.4% = 1.66배 — 현재 0.99배는 상한의 60% 수준으로 백서 p.41 경고는 미발동			

종합판정: 위험 — 자본비용 미달 구간. 엔진 집계(위험 5 / 주의 0 / 양호 0 / 산출불가 1 / 참고 5)는 엔진 내부 지표를 포함한 11개 항목 기준이며 본 리포트는 표시 대상 4개만 노출했다. 하드룰(자본잠식·순손실)은 미발동이며 **Equity Spread −5.67%p < −2%p 규칙이 판정을 결정**했다. PBR 0.99배는 **우선주 600,000주를 시가총액에서 제외**하고 산출한 값(보통주 시총 434.3억 ÷ 지배지분 437.2억)으로 실적표의 1.02배와 기준이 다르다. 주주환원율 5.49%는 배당만 반영한 **하한값**(자사주 취득·소각 금액 미확보). TSR은 1년 전 주가 미확보로 생략했다.

자료: valueup-benchmark-diagnosis, R-Advisory

D4. 주주환원 설계 유형 — ③ 조건부 + ④ 산식 기반형

재원 진단	**3년 누적 FCF −180.9억원 ÷ 누적 지배순이익 30.6억원 = −590.8% → 목표 환원율 28%를 지급할 재원이 원천적으로 부족**
① 자본비율 연동형	금융업 전용으로 해당 없음
② 주주수익률 비교형	COE 산출불가로 선행조건 미충족
⑤ 시장가치·Peer형	PBR 상시 미달로 기준선이 작동하지 않음
권고 Trigger	**「연간 잉여현금흐름 (+) 전환」 — FCF가 −106.8억 → −70.5억 → −3.6억으로 손익분기 직전이므로 검증 가능한 트리거로 성립**
권고 산식	**Max(절대금액 하한, 잉여현금흐름 × 배분율)**
비용 0원 카드	「선배당액 확정 → 후배당기준일」 도입 — 현재 결산배당·중간배당 모두 미도입(정관상 X). 제시 41개사·22%로 희소

자료: valueup-benchmark-diagnosis, 전자공시 DART, R-Advisory

D5. 밸류업 12항목 사전채점 — 0 / 18점 (응답 9 / 12) 채점 원천: 사업보고서 제46기 전문 스캔

#	평가항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	N	사업보고서에 해당 기재 없음
②	자본비용(COE) 등 분석	**N**	해당 기재 없음
③	중장기 계량적 목표설정	N	「별도 배당정책 미보유」 기재
④	종합적 분석을 통한 목표설정	N	③ 부재에 종속
⑤	구체적·합리적 계획수립	N	해당 기재 없음
⑥	임직원 인센티브 연계	미응답	주식매수선택권 전 항목 「-」. 정보 자체가 없어 분모에서 제외
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	N	목표 부재로 평가 대상 없음
⑧	이행평가 결과 반영	N	상동
⑨	경영진 소통 참여	N	이사회 내 위원회 미설치, 사외이사 교육 미실시
⑩	적극적인 소통정책	미응답	IR 활동 기재 없음. 분모에서 제외
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	미응답	영문공시 여부 확인되지 않음. 분모에서 제외
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	**N**	전자투표제는 도입·실시. 그 외 **집중투표 배제·서면투표 미도입·감사위원회 부재·사외이사후보추천위원회 부재**

노려볼 항목 — 2개 지목. 1순위 ② 자본비용(COE) 등 분석 — 우수사례가 1건에 불과해 희소성이 가장 높고, 이미 보유한 재무데이터만으로 즉시 착수할 수 있다. 다만 β·Rf·ERP 확정이 선행돼야 한다. 동사는 **Equity Spread가 3년 연속 음(−)이므로, COE를 공표하는 것 자체가 「알고 있으면서 개선하겠다」는 신호**가 된다. **2순위 ⑫ 지배구조 개선 목표·이행일정** — 미충족 항목이 수치로 특정되고, 핵심지표 ④ 「현금배당 예측가능성」(밸류업 추가목표 지목 1위, 54건)이 **정관 개정만으로** 연결된다. 현재 결산·중간배당 모두 「선배당액 확정 → 후배당기준일」을 미도입한 상태이므로 **정관 1개 조항 개정이 곧 항목 충족**이 된다.

자료: valueup-benchmark-diagnosis, 전자공시 DART(제46기 사업보고서), R-Advisory. 사업보고서 전문에서 「기업가치 제고」·「밸류업」·「Value-up」·「이행평가」 키워드는 0건이었다.

D7. 저PBR 위치 진단 — 생략

본 판에서는 생략했다. 저PBR 백분위 진단은 보조 API(GET /valuation/lowpbr-position)를 원천으로 하며 본 세션에서 해당 API에 연결하지 못했다. 시장 내·업종 내 백분위, Peer 중위 PBR, PBR 1배 미만 지속 연수, 리스트 편입 가능성은 **역산하지 않았다.**

확인된 사실만 기록하면 다음과 같다. 동사 PBR은 **0.97~0.99배**(2026.08.12 종가 1,987원 / 2025년 말 BPS 2,047원)로 1배를 하회하며, D3에서 업종 목표선 1.7배·실적선 2.1배 대비 위험 판정을 받았다.

D9. 이행평가 — 대상 없음

기업가치 제고 계획 공시 이력이 확인되지 않아(D 미확인) 이행평가의 대상 자체가 형성되지 않았다. 공시가 존재하지 않는다는 뜻이 아니라 확인되지 않았다는 뜻이며, 본 리포트는 이를 「미공시」로 단정하지 않는다.

참고로 D5 채점이 0/18점인 것은 **사업보고서 기재 사항만을 근거로 한 결과**다. 동사가 별도 공시를 통해 현황진단·COE 분석·중장기 목표를 제시했다면 채점은 달라진다. **이에 따라 본 진단은 「동사가 밸류업에 무관심하다」가 아니라 「사업보고서 범위에서는 관련 기재를 찾을 수 없었다」로 읽는 것이 정확하다.**

D6. 레이먼인덱스 포지셔닝 벤치마크 기준일 2026-07-06 / 그룹 KOSPI × KSIC 26, n=45 (WP n=69) / 판정 기준연도 FY2025

D6-1. 위험 축 — 낮을수록 우량

지표	값	μ	T	판정
WP 악화위험도 (연간)	**0.0268**	**0.309**	**0.784**	**● 안전**
관계형리스크	**미입력**	19.40	50.18	● 불가
WP (분기 v1)	**0.002~0.004**		미확보	● 대조불가

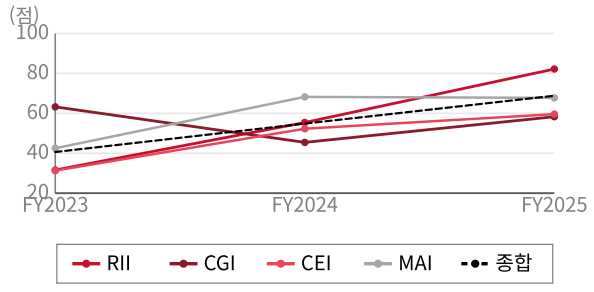
위험 축의 「상위10% T」는 **분포 상단값이며 목표선이 아니다.** 낮을수록 우량한 축이므로 T에 가까울수록 위험하다. 관계형리스크는 산업 무구분(KOSPI 시장 전체) 벤치마크다. **WP 0.0268은 연도별 값이 아니라 2026-05-15 단일 시점 값**이므로 연도별 추세로 인용할 수 없다.

D6-2. 품질 축 — FY2025 정식 판정

지표	가중	동사	μ	T	판정
RII 재투자강도	**35%**	**82.20**	**56.5**	**86.4**	**● 양호**
CGI 현금거버넌스	**25%**	**58.31**	**59.9**	**81.9**	**● 주의**
CEI 자본효율	20%	**59.60**	59.5	88.5	● 경계
MAI 시장적응	20%	**67.75**	61.0	80.8	● 양호
종합	**100%**	**68.82**		**등급 A−**	**양호**

4분면 판정: ① 우량 — 밸류에이션 검토 단계로 (조건부·잠정). 조건은 둘이다 — (a) 관계형리스크 점수 확보 시 재판정 필요 (b) 최신 분기 총점 69.66 → 44.17, 분기 RII 위험 → **수준 양호 / 추세 경고를 병기**해야 함. **CEI는 μ 초과폭이 0.10점에 불과해 소폭 하락만으로 주의로 전환되는 위치**임을 유의해야 한다. 종합점수 68.82(A−)에는 대조 가능한 벤치마크가 없어 「상위 10%」 문맥에서 인용하지 않았다.

그림13. D6-3. 4대 지수 3개년 추세



자료: 레이먼인덱스, raymonds-index-benchmark-review, R–Advisory. 등급 B−(2023) → B(2024) → A−(2025).

그림14. 최신 분기 (2026-03) — 참고 대조

지표	2025-03	2026-03	YoY	판정
CEI	64.53	**61.96**	-2.57	●
CGI	63.98	**61.83**	-2.15	●
RII	**74.88**	**21.34**	**-53.54**	**● 위험**
MAI	**72.75**	**44.25**	**-28.50**	**● 주의**
총점	**69.66 (A−)**	**44.17 (B−)**	**-25.49**	**deteriorating**

자산·자본구조 지표(CEI −2.57, CGI −2.15)는 거의 움직이지 않고 투자 관련 지표만 선택적으로 급락했다는 점에서, 원인은 재무구조 악화가 아니라 **1분기 CAPEX 집행 축소일 가능성이 높은 것으로 파악된다**(구성요소 점수 미입력에 따른 추정이며 1Q26 CAPEX 절대금액은 확보하지 못했다).

D6-4. 서술 — 상승을 견인한 것과 병목

동사는 2023년 B−(적자·투자괴리율 CRITICAL +50.0%p·재투자율 4.9%)에서 2025년 A−로 올라섰고, 이 상승을 견인한 것은 **RII 재투자강도(31.6 → 82.2)**다. 2025년에는 red flag가 소멸했다. 그러나 병목은 **CGI 현금거버넌스 58.31**로, 4개 지수 중 유일하게 그룹 평균(59.9)을 하회하며 상위 10% 임계(81.9)까지 23.59점이 남아 있다. 이는 D1의 Equity Spread −5.67%p, D2의 자산회전율 0.676회 정체와 **같은 뿌리**를 갖는다 — Debt/EBITDA 7.5배로 대표되는 차입 구조다.

한편 2026년 1분기 급락에 대한 해석은 섹션 6에서 확인한 CAPEX 축소(139.6억 → 75.8억)·FCF 개선(−106.8억 → −3.6억)과 정합하며 **동일 사건의 양면**으로 볼 수 있다. 재무 안정화에는 긍정, 재투자 지수에는 감점으로 나타난다. **다만 분기 RII는 13.15~83.55(진폭 70.4pt)를 오가고 2023-09(13.15) 직후 2023-12(53.98)에 반등한 전례가 있으므로, 최소 2개 분기 연속 확인 전까지 「투자 축소 추세 확정」으로 읽어서는 안 된다.**

D6-5. 개선 조치방안

CGI는 순차입금 233.9억원 축소와 단기성차입 273.9억원의 장기 전환으로 Debt/EBITDA 7.5배를 낮추는 것이 **유일한 경로**다. **RII**는 ROIC 1.66% 상태에서의 투자 확대가 가치 파괴이므로 **확대가 아니라 평탄화**로 처방하며, 다년 투자계획 공시로 분기 진폭(13~84)을 줄이는 것이 우선이다. **CEI**는 μ 초과폭이 0.10점에 불과해 소폭 하락만으로 주의로 전환되는 위치임을 유의해야 한다.

계보 주의 6건. ① FY2024·FY2025는 v3.1 + financial_statement_lines(2026-08-05 재산출), FY2023 이하는 v2.1 + 구 소스(2026-06-20)로 **2023→2024 점프에는 실적 개선 효과와 산식·원천 교체 효과가 혼재**돼 분리할 수 없다. ② 분기 WP와 연간 WP는 계보·스케일이 모두 달라 같은 축에 놓을 수 없다. ③ WP 0.0268은 단일 시점 값이다. ④ 분기 RII의 진폭은 70.4pt다. ⑤ 벤치마크는 2026-07-06 산출 정본이며 **갱신 시 μ·T 이동만으로 판정이 바뀔 수 있다.** ⑥ FY2023의 위험 판정은 구 계보(v2.1) 수치를 FY2025 기준 벤치마크에 대조한 것으로 **시점과 산식이 이중으로 불일치**하며, 정식 판정은 FY2025 한 해뿐이다. 데이터 품질 점수는 3년 모두 1.0(결측 없음), 재무제표 구분은 CFS(연결).

D8. 한기평 기준 재무건전성 신호등

D3(기업가치 제고 관점)과 기준이 다릅니다. 같은 표로 읽지 마십시오

지표	동사 (2025)	양호 / 주의 / 위험 기준	추세	판정	비고
부채비율	**89.05%**	≤100% / 100~200% / >200%	↑ 악화	● 양호	3년 연속 상승
차입금의존도	**34.97%**	≤30% / 30~45% / >45%	↑ 악화	● 주의	리스 제외 시 34.55%, 판정 불변
순차입금	**233.9억원**	**음수 / 양수·안정 / 급증**	**↑ 급증**	**● 위험**	**2년간 +95.2%**
순차입금/EBITDA	**5.87배**	**≤2배 / 2~3.5배 / >3.5배**	**↓ 개선**	**● 위험**	**전년 7.94배**
EBITDA/이자비용 (현금)	**4.49배**	≥5배 / 3~5배 / <3배	↑ 개선	● 주의	손익 기준 17.41배는 채택하지 않음
영업이익률	**3.12%**	≥8% / 0~8% / 적자	↑ 개선	● 주의	3년 연속 상승
ROE (기말자본 기준)	**4.58%**	≥10% / 0~10% / 적자	↓ 하락	● 주의	D1~D3의 4.73%는 평균 지배지분 기준
OCF/영업이익 (이익의 질)	**4.32배**	≥0.8배 / 0.5~0.8배 / <0.5배	→	● 양호	분모가 얇아 커진 배율 — 감가상각비 21.4억이 영업이익 16.7억을 상회
현금성자산/단기성차입	**0.211배**	**≥1배 / 0.5~1배 / <0.5배**	**↓ 악화**	**● 위험**	**0.365 → 0.173 → 0.211배**
(보조) 유동비율	**81.68%**	≥150% / 100~150% / <100%	↓ 악화	● 위험	3년 연속 하락, 100% 붕괴
(보조) FCF	**-3.6억원**	지속 양(+) / 투자기 일시 음 / 구조적 음수	↑ 개선	● 위험	-106.8 → -70.5 → -3.6억원
종합	**●3 / ●4 / ●2**	**주요 9개 지표 기준. 보조 2개(유동비율·FCF)도 위험. 위험 판정이 2개 이상이므로 본문에 리스크 챕터를 필수 배치했다**			

주: 이자비용 분모는 현금흐름표의 이자지급(현금) 기준이다. 손익계산서상 금융원가와의 갭은 **6.58억원**(현금 8.87억 − 손익 2.29억)이며 원인은 차입원가 자본화 7.28억원(자본화 이자율 3.63%)이다. **계속기업 관련 중요한 불확실성**은 사업보고서 V-1 감사의견 표에서 제44·45·46기 3개년 모두 「−」(해당 없음)로 확인했다. 감사의견 3개년 적정, 의견변형사유·강조사항 모두 없음, 핵심감사사항은 「수익의 인식」(제45·46기)이다. **따라서 스킬 규격상 「작성 중단 검토」 트리거는 발동하지 않았다.** 신호등 임계값은 financial-benchmark-review의 references/benchmarks.md 정의를 그대로 사용했으며 본 리포트가 자체 설정한 기준은 없다.

회계 품질 플래그 — 3종 탐지

플래그	탐지	근거
미분해 손익	● 위험	3개년 전부 탐지. 2025년 세전이익 22.72억의 **42.0%**가 영업 외부(지분법 7.49억 + 기타손익 2.07억)에서 발생. 지분법이익은 영업이익의 44.7%에 해당
이연법인세	● 위험	2023년 세전손실인데 법인세비용 +3.52억. 2025년 현재도 이연법인세자산 9.14억 **전액 미인식**, 이월결손금 29.52억
비현금 금융원가	● 위험	2023년 탐지(금융비용 43.46억 ≥ 현금이자 2.24억 × 2 = 19.4배). 2025·2024는 조건 미해당이나 **역방향 갭**(현금이자 8.87억 > 손익 이자비용 2.29억, 3.87배) 존재 — 원인은 차입원가 자본화 7.28억
채권 역행	● 미탐지	2025년 매출 +11.7%에 매출채권 −0.9%, DSO 108.8 → 96.6일 개선
흑자인데 OCF 음수	● 미탐지	3개년 모두 OCF 양(+)
EBITDA ≤ 0	● 미탐지	2024·2025 모두 양(+). 2023년은 감가상각비 원자료 미확보로 산출하지 않음

3종 탐지에 따라 본문(리스크 ③④)에 회계 착시 해명을 삽입했다.

신용 관점 vs 주식 관점 교차 판정

상황	신용 시각	주식 시각	종합
이익↑ + 차입↑	커버리지 5.87배 → 부정	레버리지 성장 → 긍정	커버리지 유지 여부가 분기점, **현재는 미통과**
자본배분	현금 부족한데 CAPEX·해외출자 지속 → 부정	성장 투자 → 긍정	투자 속도 조절 여부가 관건
ROE 개선의 원천	레버리지發 → 부정	표면 긍정	상충 — 질 낮은 ROE
최종 교차 판정	**신용 부정**	**주식 중립**	**두 관점이 갈리는 지점은 「성장 CAPEX를 단기차입으로 조달한 것」이며, 진짜 리스크는 손익이 아니라 만기구조에 있다**

자료: financial-benchmark-review(기준일 2026-08-12), 전자공시 DART(제46기 사업보고서·연결주석), R-Advisory

Compliance notice

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자를 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.
- 작성자는 금융투자업자가 아닌 유사투자자문업자로서 개별적인 투자 상담과 자금운용이 불가능합니다.
- 본 자료에 언급된 종목의 경우, 투자결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 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.

투자의견 (변동)내역

일시	2026.08.12
투자의견	Not Rated
목표가격	–
괴리율	–

본 리포트는 최초 발간(Initiation)이며 목표주가를 제시하지 않으므로 괴리율이 산출되지 않는다.

증권사별 보고서 발간 횟수 기준일: 2026.08.11

구분	2022	2023	2024	2025	2026
발간 횟수	–	–	–	–	–
발간 증권사	–	–	–	–	–
목표주가	–	–	–	–	–

2026.08.11 기준 조회 결과, 최근 2년간 증권사 리서치 리포트 발간 이력이 **확인되지 않았습니다.** 확인 가능한 제3자 분석보고서는 한국기술신용평가(주)의 기술분석보고서(2025.10.30) 1건입니다. **2022~2023년 발간 이력은 조회 범위 밖으로 미확인 상태**입니다.

종목 투자등급 : R-Advisory는 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목
HOLD (보유)	향후 1년간 절대수익률 -15% ~ +15%가 예상되는 종목
SELL (매도)	향후 1년간 절대수익률 -15% 이하가 예상되는 종목
Not Rated	투자의견·목표주가를 제시하지 않는 정보제공 목적 리포트

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

밸류에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

원문 미확정 항목에 관한 고지. 원 리포트는 작성자·이메일·발행사 홈페이지를 **발간 전 확정 필수 항목**으로 표시해 두었습니다. 본 조판본은 이를 **발행사(R-Advisory by KONNECT) 하우스 기본값**으로 채웠으며, 실제 발간 시에는 담당 애널리스트 정보로 교체해야 합니다. 작성자 미확정에 따라 본문 종결어는 규격상 수동형(「판단된다」·「해석된다」)을 기본으로 적용했습니다. 본 리포트는 사업보고서(제46기)를 주 원천으로 작성한 공개자료 기반 분석이며, **기업탐방·컨퍼런스콜은 수행하지 않았습니다.** 현재주가는 2026.08.12 종가 1,987원 기준입니다. **3개월 일평균 거래대금은 KRX 공식 통계 조회에 실패해 표기하지 않았고, 유동주식수·유동주식비율은 API 미연동에 따른 자체 산출값**(발행 보통주 21,857,257주 − 최대주주등 5,104,806주)입니다.

R – Advisory

BY KONNECT

KONNECT
https://index.konnect-ai.net

R-Advisory: raymond@konnect-ai.net