R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

휴맥스 (115160, KOSDAQ)

본업 이익은 아직 영업이익 0 근처이고, 상반기 순이익은 건물 리스 해지에서 나왔다, 합병보다 휴맥스모빌리티 투자자에게 진 의무가 먼저다, 6월 장부의 투자자 보장 부채만으로 현재 시가총액의 2배를 넘는다

SUMMARY

1. 2009년 분할 신설, 셋톱박스·차량 안테나가 매출을 반씩 나눈 제조사
2. 게이트웨이 매출 4,507억 → 1,962억원(2023→2025), 상반기도 −7.5%
3. 상반기 순이익 365억원, 리스 해지·부동산 처분이익 402억원 포함
4. 휴맥스모빌리티 투자자 보장 부채(공정가치) 836억원, 현금의 4.0배
5. 게이트웨이 매출총이익률 16.0% → 24.9%(상반기, 전년 동기 대비)
6. 시가총액 336억원, PBR 0.43배(2025년 말), 산업재 섹터 하위 13%

R-Points

- **게이트웨이 판가 인상:** 매출총이익률 1H25 16.0% → 1H26 24.9%, 2025년 연간은 하락
- **흑자 전환:** 상반기 영업이익 13억원, 2분기 단독으로는 −15억원
- **차량 안테나 매출:** 1,957억 → 1,980억원(2023→2025)으로 정체, 상반기 −3.8%
- **공시로 드러난 강점:** 차입금 1,329억 → 859억원, 3개년 감사의견 적정

레이먼인덱스(R-Index)

FY2025 · KOSDAQ 동종업종 77사 · 종합 41.2 (B-) · 업종 중위 48.9

CEI 자본효율	CGI 현금거버넌스	RII 재투자강도	MAI 시장적응	WP 악화위험도	관계형리스크
45.3	27.9	50.8	55.3	0.57	0.12
업종 중위 60.4	업종 중위 50.4	업종 중위 37.6	업종 중위 58.5	업종 중위 0.10	업종 중위 0.05

레이먼인덱스 위험분석 페이지(11쪽) 참고

SUMMARY FINANCIAL DATA

연결, 단위 억원·원·배·%

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	6,464.0	5,355.6	3,941.7	2,098.8	2,016.8
영업이익	174.9	62.0	-292.2	-122.7	13.2
지배주주순이익	-614.9	-570.5	-780.7	-547.0	364.5
영업이익률 (%)	2.7	1.2	-7.4	-5.8	0.7
ROE (기말, %)	-31.6	-36.8	-84.7	n/m	n/m
EPS (원)	-14,260	-13,230	-18,100	-12,685	8,456
BPS (원)	50,004	36,320	21,031	25,025	28,935
PER (배)	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m
PBR (배)	0.59	0.37	0.43	0.43	0.19

자료: 전자공시 DART, R-Index(KONNECT), R-Advisory · EPS·BPS는 2026.04 10:1 주식병합 소급 · 2023년은 중단영업 재작성 수치

▶ AT A GLANCE

투자의견	**Not Rated**
목표주가	제시하지 않음
현재주가	5,100원 (26.10.29)
시가총액	335.8억원
발행주식수	7,524,831주
자기주식 (비율)	1,535,273주 (20.40%)
유동주식비율	53.83%
52주 최저/최고	4,950원 / 9,710원
자본금 / 액면가	219.9억원 / 5,000원
3개월 일평균거래대금	0.54억원
외국인지분율	4.27%
PBR	0.43배 (2025년 말)

시가총액은 상장주식 6,584,982주 기준이며, 10.28 유상증자 신주를 더한 발행주식 기준으로는 383.8억원입니다. 자본금은 2026.06.30 반기말 값입니다. 52주 가격은 10:1 주식병합을 반영한 종가입니다

▶ 주주현황

㈜제이투비 외 7인	25.77%
— ㈜제이투비	13.82%
— 변대규	11.50%
자기주식	20.40%

2026.10.28 최대주주 변경 공시 기준입니다. 분모에 자기주식이 포함돼 있어, 자기주식을 빼면 최대주주 측 지분은 32.37%입니다

▶ 기준일

문서	2026.10.31
시장	2026.10.29 종가
재무	2026.06.30 반기보고서

합병·증자 뒤 재무는 3분기보고서에서 공시됩니다

▶ 공식 채널

독립리서치-R by KONNECT
https://index.konnect-ai.net

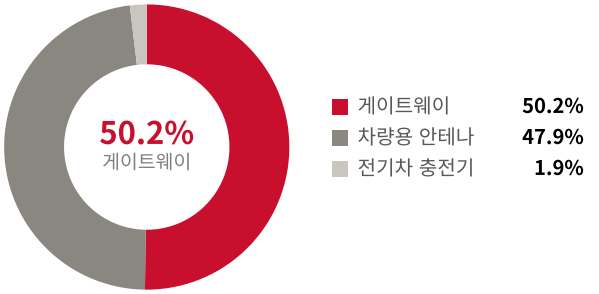
주가와 매출 구성

그림1 · 휴맥스 매출비중 (2026년 상반기 기준)

부문	매출 (억원)	비중
게이트웨이(셋톱박스·브로드밴드)	1,012.4	50.2%
차량용 안테나(위너콤)	965.6	47.9%
전기차 충전기(EVCS)	38.9	1.9%
합계	2,016.8	100.0%

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 II-2), R-Advisory

매출 구성 (2026년 상반기)



자료: 전자공시 DART(반기보고서 II-2), R-Advisory

회사 개요

2009년 분할 설립, 셋톱박스와 차량용 안테나를 만드는 제조사

마진노트

- 매출은 셋톱박스·차량 안테나가 반씩
- 재무구조는 휴맥스모빌리티 약정이 좌우

- **설립·상장**: 2009년 10월 ㈜휴맥스홀딩스 인적분할로 설립, 같은 해 11월 코스닥 재상장
- **게이트웨이 부문**: 유료방송사·통신사에 셋톱박스와 브로드밴드 게이트웨이(가정용 인터넷 공유기·모뎀) 공급
- **안테나 부문**: 자회사 위너콤이 현대자동차·기아 등에 차량용 통합 안테나 납품
- **매출 비중**: 게이트웨이 50.2%, 안테나 47.9%, 영국 중심 전기차 충전기 1.9% (2026 상반기)
- **휴맥스모빌리티 지분**: 보유 45.66%, 지분법(관계사 순손익을 지분율만큼 반영하는 방식) 적용 지분율 52.19%
- **투자자 관점**: 셋톱박스 제조사이면서 모빌리티 투자의 손익과 의무를 함께 진 회사

그림2 · 휴맥스 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 억원)

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	6,464.0	5,355.6	3,941.7	2,098.8	2,016.8
영업이익	174.9	62.0	-292.2	-122.7	13.2

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

설명과 숫자

- **회사의 설명**: 합병 목적은 「경영 효율화와 기업가치 제고, AI·모빌리티 시너지, 중복상장 해소」 (휴맥스홀딩스 보도자료, 2026.07.02)
- **숫자의 설명**: 지주 구조는 정리됐으나 합병 효과는 아직 숫자로 공시되지 않음
  - 합병 후 발행주식 6,584,982주 중 자기주식 1,535,273주 = 23.3% (2026.10.12 공시 보도)
  - 홀딩스 2025년 말 연결 부채 4,024억원 vs 동사 연결 부채 3,949억원, 차이 75억원 (블로터 2026.08.14, 사업보고서)
  - 합병 신주 예정 2,341,313주 vs 공시 발행주식 증가 2,277,449주 — 합병 후 자본·부채는 11월 3분기보고서에서 공시

쟁점 ① 게이트웨이

셋톱박스는 덜 팔고 비싸게 파는 쪽으로 움직였다 — 버팀목은 매출이 아니라 이익률이다

마진노트

- 게이트웨이 매출은 감소 지속
- 상반기 이익률 반등은 판가 인상 효과
- 지속 여부는 연간 실적에서 드러남

- **매출 감소**: 게이트웨이 매출 4,507억 → 1,962억원(−56.5%, 2023→2025)
- **감소 지역**: 유럽 2,031억 → 626억원, 아시아 1,928억 → 390억원(2023→2025)
- **미국**: 1,769억원(2024) → 1,493억원(2025)
- **2026 상반기**: 게이트웨이 매출 1,012억원(전년 동기 대비 −7.5%)
- **상반기 지역 흐름**: 유럽 324억 → 381억원·아시아 205억 → 289억원 증가, 국내 727억 → 582억원·미국 842억 → 764억원 감소
- **판가 인상**: 「게이트웨이의 가격은 원가상승 등을 반영하여 전년 대비 일부 상향 조정하였다」(2025년 사업보고서)
- **이익률**: 2025년 연간 20.4% → 14.8% 하락, 2026 상반기 16.0% → 24.9%(+8.9%p) 반등
- **고객 집중**: 게이트웨이 최대 고객 B사 1,351억원 = 부문 매출의 68.9%, A사 포함 2사 = 전사 매출의 63.2%(2025)
- **원가 집중**: 원재료 매입액(약 108억원) 중 메인칩 51.5%, 단일 공급사(2025)
- **투자자 관점**: 판매량보다 남은 고객에 대한 가격이 이익을 결정. 이익률 유지 여부는 2026년 연간 실적에서 드러남

그림3 · 휴맥스 부문별 매출·매출총이익률 (단위: 억원, %)

	2024	2025	1H25	1H26
게이트웨이 매출	3,390.5	1,961.6	1,094.6	1,012.4
게이트웨이 매출총이익률	20.4	14.8	16.0	24.9
차량용 안테나 매출	1,965.1	1,980.0	1,004.2	965.6
차량용 안테나 매출총이익률	14.4	12.2	14.4	13.4
전기차 충전기 매출	-	-	-	38.9
전기차 충전기 매출총이익률	-	-	-	15.5

자료: 전자공시 DART(사업보고서·반기보고서 연결 주석 4 부문정보), R-Advisory

* 2026년 2분기 전기차 충전기 부문 매출총이익은 −1.3억원이다.

설명과 숫자

- **회사의 설명**: 「게이트웨이 사업부문의 가격협상력 제고에도 불구하고 산업 축소에 따른 매출 규모 감소로 매출액 영업이익률은 전기 대비 8.6%p 감소」 (2025년 사업보고서 IV)
- **숫자의 설명**: 판가 효과는 2026년 상반기 이익률에 반영, 매출 감소는 지속
  - 게이트웨이 매출총이익률 16.0% → 24.9% vs 매출 1,094.6억 → 1,012.4억원 (2025·2026 상반기)
  - 연간 매출총이익률 20.4% → 14.8% vs 판가 상향 공시 (2024→2025, 사업보고서 II-2)
  - 최대 고객 B사 1,351억원 = 게이트웨이 매출 1,962억원의 68.9% (2025년, 연결 주석 4)

쟁점 ② 이익의 질

상반기 순이익은 본업이 아니라 건물 리스를 정리하며 생긴 회계 이익이다

마진노트

- 2분기 다시 영업적자
- 순이익 대부분은 반복되지 않는 리스 해지 이익

- **분기 손익**: 상반기 영업이익 13억원 흑자 전환, 그러나 1분기 28억원·2분기 −15억원
- **흑자 전환 원인**: 매출총이익 +68억원, 판관비 −68억원(−15.4%) (전년 동기 대비)
- **2025년 하반기**: 영업손실 169억원 = 연간 손실의 58%
- **순이익 출처**: 순이익 365억원 중 투자부동산 처분이익 343억원·사용권자산 처분이익 59억원
- **성격**: 건물 사용권자산 계약 해지와 투자부동산 처분이익. 장부에서 지운 리스부채가 자산 장부가를 넘은 차액으로 해석
- **현금 유입 없음**: 「사용권자산과 리스부채의 인식」 −499억원은 현금 유출입이 없는 거래(현금흐름표 주석)
- **제외 시**: 두 처분이익을 빼면 상반기 세전이익 −33억원
- **긍정 효과**: 리스부채 584억 → 57억원, 부채비율 410.8% → 255.7%, 2025년 88.4억원이던 리스부채 상환 부담 축소
- **영업외 부담 완화**: 금융원가 472억 → 269억원, 지분법손실 145억 → 77억원(전년 동기 대비)
- **투자자 관점**: 처분이익은 반복되지 않음. 본업 수익력은 아직 영업이익 0 근처

그림4 · 휴맥스 분기·반기 손익 (단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	2H25	1Q26	2Q26
매출액	979.4	1,119.4	1,842.9	920.9	1,095.9
영업이익	-68.0	-54.7	-169.4	28.2	-15.0
영업이익률	-6.9	-4.9	-9.2	3.1	-1.4

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 1Q25·1Q26은 반기 누적에서 2분기(3개월)를 뺀 값, 2H25는 연간에서 상반기를 뺀 값이다.

그림5 · 휴맥스 영업외손익 구성 (단위: 억원)

	2024	2025	1H26
영업이익	62.0	-292.2	13.2
기타이익	109.5	335.0	457.4
ㄴ투자부동산·사용권자산 처분이익	2.5	33.9	402.1
기타손실	-194.9	-374.3	-43.7
ㄴ기타의 대손상각비	-161.5	-208.2	-
ㄴ관계·공동기업 투자 손상	-	-109.7	-
금융수익	541.8	359.3	288.4
금융원가	-740.1	-671.4	-269.3
ㄴ이자비용	-177.3	-120.6	-
ㄴ당기손익인식 금융부채 평가손실	-125.3	-183.2	-
관계사 지분 손실	-310.4	-190.7	-77.2
법인세비용차감전순이익	-532.1	-834.3	368.9

자료: 전자공시 DART(연결 주석 29·30), R-Advisory

* 반기 금융원가 세부 내역은 반기보고서에 연간과 같은 형식으로 공시되지 않아 「-」로 두었다.

설명과 숫자

- **숫자의 설명**: 순이익은 일회성 처분이익, 영업흑자는 매출총이익 증가와 판관비 절감
  - 처분이익 402.1억원 > 상반기 세전이익 368.9억원 → 제외 시 −33.2억원
  - 리스부채 584.3억 → 57.2억원 vs 현금 유입 없는 리스 인식 변동 −498.5억원 (현금흐름표 주석)
  - 매출총이익 +67.8억원 vs 판관비 −68.3억원, 그래도 2분기 영업이익 −15.0억원 (전년 동기 대비)

쟁점 ③ 휴맥스모빌리티와 유동성

본업보다 휴맥스모빌리티 투자자에게 진 의무가 재무구조를 정한다

마진노트

- 투자자 보장 의무가 1년 내 결제 가능 부채로 이동
- 규모는 반기말 현금의 4배
- 해법은 휴맥스모빌리티 재편 결과

- **약정 구조**: 휴맥스모빌리티 지분 관련 주주간 약정, 요건에 못 미치면 동사가 관련 주주에게 지분 가치를 보장
- **회계 처리**: 파생상품부채로 계상, 성격은 풋옵션(투자자가 동사에 지분을 되팔 수 있는 권리)
- **규모**: 공정가치 676억원(2024 말) → 738억원(2025 말) → 836억원(2026.6 말)
- **만기**: 2024년 말 비유동부채 → 2025년 말 전액 유동부채, 1년 안에 결제 요구 가능
- **현금 대비**: 반기말 현금 211억원 = 이 부채의 25%
- **금액의 한계**: 장부 금액은 공정가치로 실제 결제 금액과 다를 수 있음, 실제 매입 대금은 공시되지 않음
- **해법 보도**: 휴맥스모빌리티 약 4,500억원 리파이낸싱 협의, 기존 주주 지분의 신규 특수목적법인 이전(서울경제 시그널, 2026.06.30)
- **재무적 투자자**: 두 곳 투자금 3,200억원, 투자 만기 2027년(같은 보도). 동사 공시로는 확인되지 않음
- **휴맥스모빌리티 실적**: 상반기 영업수익 1,306억원, 영업이익 18억원(전년 동기 −89억원), 반기순손실 −109억원
- **장부가 부담**: 투자 금액 990억원 = 지분 순자산 463억원의 2.1배, 회수가능액 가정 연평균 매출성장률 53.6%(2025년 사업보고서 연결 주석 11)

그림6 · 휴맥스 투자자 보장 부채(공정가치)와 현금 (단위: 억원)

	2024.12	2025.12	2026.06
휴맥스모빌리티 관련 파생상품부채	675.7	738.2	836.3
└ 유동 분류	0.0	738.2	836.3
당기손익인식 금융부채 합계	849.7	984.7	1,105.9
현금및현금성자산	240.0	254.1	211.2
차입금 (사채·전환사채 포함)	1,328.9	988.8	858.8
리스부채	631.0	584.3	57.2

자료: 전자공시 DART(연결 주석 10·22 파생상품부채 세부내역), R-Advisory

㉾ 설명과 숫자

- **회사의 설명**: 「주주간 약정에 따라 일정한 약정요건을 충족하지 못할 경우 연결회사가 관련 주주에게 부담하여야 할 의무의 공정가치」 (2025년 사업보고서 연결 주석 10)
- **숫자의 설명**: 1년 안에 돌아올 수 있는 의무가 현금의 4배
  - 파생상품부채 836.3억원 vs 현금 211.2억원 = 4.0배, 유동 분류 0억 → 738.2억원 (2024.12 → 2025.12)
  - 장부금액 990.3억원 vs 지분 순자산 463.3억원 = 2.1배, 회수가능액 가정 매출성장률 53.6%
  - 재무적 투자자 투자금 3,200억원(보도) vs 동사 반기말 자본총계 1,304.9억원 — 결제 금액은 휴맥스모빌리티 재편 공시에서 드러남

쟁점 ④ 합병과 올해 자본 거래

지배구조는 단순해졌지만, 합병 뒤의 자본은 다음 분기보고서 전까지 공시되지 않는다

마진노트

- 지주 구조 정리, 자기주식 비중 20%대
- 10월 신규 자금은 상환분 보충 수준
- 합병 후 자본은 3분기보고서에서 공개

그림7 · 휴맥스 주식수 타임라인 (단위: 주)

일자	발행주식수	자기주식	사유
2025.12.31	43,970,124	848,701	사업보고서 기준일
2026.03.31	43,121,423	0	자기주식 소각
2026.04.11	4,312,142	4,609	10:1 주식병합, 단수주 취득
2026.06.30	4,312,142	4,609	반기보고서 기준일
2026.07.13	4,307,533	0	단수주 소각
2026.10.01	6,584,982	1,535,273	휴맥스홀딩스 흡수합병
2026.10.28	7,524,831	1,535,273	제3자배정 유상증자 939,849주
잠재	+939,849	-	제27회 전환사채 전환 가능 (2027.10.30부터)

자료: 전자공시 DART(2026.07.13까지), 디지털투데이(2026.10.12)·스페셜타임스(2026.10.28)·CBC뉴스(2026.10.22)의 10월 공시 보도, R-Advisory

* 합병 신주 예정 수량은 2,341,313주였으나(블로터, 2026.08.14) 공시된 발행주식 증가는 2,277,449주다. 차이 63,864주의 사유는 3분기보고서에서 드러난다.

- **자기주식**: 홀딩스 보유 동사 주식 1,535,273주 승계 = 발행주식의 20.40%
- **소각 여부**: 소각 예정 보도(블로터, 2026.08.14), 10.28 공시 기준 아직 소각되지 않음
- **소각 시**: 발행주식 5,989,558주, 최대주주 측 지분 25.77% → 32.37%
- **신규 자금**: 유상증자 50억 + 전환사채 50억 = 100억원 = 9.11 조기 취득한 제24회 전환사채 권면 100억원
- **투자자 관점**: 10월 조달은 유동성 확대보다 조기 상환 자금 보충에 가까움

- **희석**: 제27회 전환사채 전량 전환 시 939,849주(현재 발행주식의 12.49%) 증가
- **출자전환**: 알티모빌리티 대여금 107.5억원을 주식으로 전환, 지분율 58.33%
- **출자전환 위험**: 피투자사 2025년 말 자본총계 −299억원, 회수 가능성은 다음 결산 손상 검토에서 드러남

설명과 숫자

- **회사의 설명**: 유상증자 목적 「운영자금 등」 (SBS Biz, 2026.10.14 공시 보도). 자기주식 전환 후 소각 예정 (블로터, 2026.08.14)
- **숫자의 설명**: 신규 자금은 상환 자금 보충 수준, 희석 대기 물량 존재
  - 유상증자 50억 + 전환사채 50억 = 100억원 = 제24회 전환사채 권면 100억원 (2026.09 조기 취득)
  - 자기주식 1,535,273주 = 발행주식의 20.40% → 소각 시 최대주주 측 지분 25.77% → 32.37%
  - 알티모빌리티 출자전환 107.5억원 vs 피투자사 자본총계 −299억원 (2025년 말)

강세 요인

재무 축소는 진행 중이나, 매출을 키울 사업은 아직 숫자로 나타나지 않았다

마진노트

- 차입금·판관비 감소 지속
- 안테나 매출 정체, 충전기 비중 미미

- **차입 축소**: 차입금(사채·전환사채 포함) 1,329억 → 859억원(−35.4%, 2024 말 → 2026.6 말)
- **이자 부담 축소**: 현금 이자지급 185억 → 107억원(2023 → 2025)
- **비용 절감**: 판관비 961억 → 824억원(2023 → 2025), 2026 상반기 추가 −15.4%
- **감사의견**: 2023~2025년 모두 적정, 계속기업(회사가 계속 존속한다는 전제) 관련 중요한 불확실성 「해당사항 없음」
- **안테나 정체**: 회사 설명은 「안정적으로 성장할 것」(II-1), 매출은 1,957억~1,980억원(2023~2025)·2026 상반기 −3.8%
- **충전기**: 영국 OZEV 인증·영국 BYD 딜러망 제휴(헤럴드경제, 2026.05.14), 상반기 매출 39억원·2분기 매출총이익 적자
- **대체 위험**: 국내 대형 부품사의 안테나 내장 5G 통신 모듈 2026년 하반기 양산 계획(Rallies, 2026.01.21) — 외장 안테나 수요 감소 요인

설명과 숫자

- **회사의 설명**: 차량용 안테나는 「기능 통합 고사양 제품군이 경기 변동 영향이 적어 성장세를 이어갈 것」, 충전기는 「사업 확대와 수익성 기반 강화를 추진」 (2026년 반기보고서 II-1)
- **숫자의 설명**: 재무 축소는 진행, 성장 사업 매출 비중은 2%
  - 차입금 1,328.9억 → 858.8억원(−35.4%) vs 현금 이자 161.9억 → 107.4억원 (2024→2025)
  - 안테나 매출 1,965.1억 → 1,980.0억원(+0.8%) vs 최대 고객 A사 1,342.4억 → 1,138.9억원 (2024→2025)
  - 충전기 매출 38.9억원 = 전사 1.9%, 2분기 매출총이익 −1.3억원 (2026 상반기)

산업 환경과 전망

셋톱박스 수요는 줄고 부품값은 올라, 이익률 회복은 가격 협상력에 달려 있다

마진노트

- 셋톱박스 수요 정체, 부품값 상승
- 이익률은 판가 협상력이 좌우
- 안테나는 현대차·기아 생산 계획에 연동

- **유료방송 가입자**: 미국 Comcast 2026년 3분기 비디오 −27.4만 명, 브로드밴드 −14.4만 명 순감(2026.10.30)
- **메모리 가격**: 통신사용 공유기·셋톱박스 메모리 최대 7배, 부품원가 중 비중 약 3% → 20%(Counterpoint, 2026.02.11)
- **현대차 판매**: 2026년 목표 415.8만 → 400만 대 하향(2026.10.29)
- **동사 실적과의 연결**: 유럽 수요 감소 → 게이트웨이 매출 감소(2023~2025), 메인칩 가격 상승 → 판가 인상
- **안테나**: 현대차 판매 목표 하향 vs 기아 3분기 도매 +7.9% — 고객사 생산 계획이 매출을 결정

설명과 숫자

- **숫자의 설명**: 수요 정체 업황, 동사 이익률은 메인칩 가격과 판가 협상이 결정
  - 셋톱박스 출하 전망 연평균 −1.7%~−1.2% vs 동사 게이트웨이 매출 −56.5% (2023→2025) — 업계 전망을 크게 밑도는 감소
  - 업계 메모리 원가 비중 3% → 20% vs 동사 원재료 중 메모리 2.75% (2025년)
  - 샤크핀 안테나 시장 연평균 +7.6% 전망 vs 동사 안테나 매출 +0.8% (2024→2025)

쟁점 시나리오

결론을 바꾸는 것은 매출이 아니라 투자자 보장 의무의 결제 방식이다

마진노트

- 결제 방식에 따라 부채비율 100%대~1,000%대
- 판단 변수는 매출보다 의무 정리 방식

- **산출 기준**: 2026년 6월 말 재무상태표에 공시된 조건만 바꾼 대차 산술
- **제외 범위**: 실적 전망이 아니며, 10월 합병·증자 효과는 반영하지 않음

그림8 · 휴맥스 쟁점 시나리오 (2026.06.30 연결 기준, 단위: 억원, %)

조건	자본총계	부채비율	유동비율	파생상품부채(공정가치) ÷ 현금
기준 (반기말 그대로)	1,304.9	255.7	51.9	836.3 / 211.2 = 4.0배
투자자 보장 의무가 휴맥스모빌리티 재편으로 동사 현금 지출 없이 소멸한다면	2,141.2	116.8	74.6	-
의무를 장부 금액만큼 단기 차입으로 결제한다면	1,304.9	255.7	51.9	차입금 858.8 → 1,695.1
휴맥스모빌리티 장부가 50%가 손상된다면	809.7	412.1	51.9	-
휴맥스모빌리티 장부가 100%가 손상된다면	314.6	1,060.6	51.9	-

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 법인세 효과를 제외한 값이다. 둘째 행은 부채가 이익으로 환입되는 경우로, 동사가 재편 과정에서 재출자하면 그만큼 현금이 줄어든다. 셋째 행은 결제 요구액이 파생상품부채 장부 금액과 같다고 둔 하한 계산이며, 넘겨받는 지분의 가치만큼 자산이 늘어나는 효과는 제외했다. 실제 매입 대금은 공시되지 않았다.

설명과 숫자

- **숫자의 설명**: 같은 회사가 결제 방식에 따라 부채비율 117%와 1,061% 사이를 오감
  - 의무 소멸 시 자본 1,304.9억 → 2,141.2억원 vs 장부가 전액 손상 시 314.6억원
  - 6월 말 파생상품부채 836.3억원 vs 10.29 시가총액 335.8억원(상장주식)·383.8억원(발행주식) = 2.5배·2.2배
  - 재무적 투자자 투자금 3,200억원(보도) vs 휴맥스모빌리티 부채총계 5,094.0억원 (서울경제 시그널 2026.06.30, 반기 주석 12)

리스크 요인

위험은 계열사 약정과 거래, 신용도, 고객 집중에 몰려 있다

마진노트

- 투자자 보장 의무·휴맥스모빌리티 장부가
- 계열사 채권과 신용등급 하향
- 얇은 거래와 전환사채 희석

- ① **보장 의무 결제**: 파생상품부채 836억원이 2025년 말부터 유동부채, 현금 211억원으로는 감당 어려움 — 추가 차입·자산 매각 필요 가능
- **담보 여력**: 휴맥스모빌리티 주식 대부분은 이미 다른 차입의 담보, 결제 계획 공시 없음
- **신용등급**: 한국기업평가 회사채 BB+ → BB(2025.05) → BB−(2026.02), 2026.06 정기평가 BB− 유지
- ② **휴맥스모빌리티 장부가**: 투자 금액 990억원 = 반기말 자본총계의 76%, 2026년 결산 손상 검토가 자본에 직접 영향
- ③ **계열사 채권**: 2025년 기타의 대손상각비 208억원·관계·공동기업 투자 손상 110억원
- **계열사 지원**: 알티모빌리티(자본총계 −299억원) 대여금 107.5억원 출자전환(2026.10), 휴맥스이브이·알티모빌리티 등에 지급보증
- ④ **소송**: 미국 통신사 C사 약 2,016만 달러 손해배상 청구 1심(2026.03 제소), 위너콤 피소 89.4억원 2심(1심 위너콤 승소)
- ⑤ **얇은 거래**: 3개월 일평균거래대금 0.54억원, 코스닥 하위 17.5%(상장폐지·미거래 기업 제외 모집단)
- **희석**: 제27회 전환사채 전환 시 발행주식 12.49% 증가, 전환가(사채를 주식으로 바꿀 때의 주당 가격) 조정 하한 5,000원
- **상장 유지 기준**: 2027년부터 코스닥 시가총액 기준 300억원 상향 보도(비즈워치, 2026.09.03) vs 동사 시가총액 335.8억원

결론

지금 동사에서 가장 중요한 것은 셋톱박스 업황이 아니라 휴맥스모빌리티 투자자에게 진 의무가 어떻게 정리되는가다. 본업은 판가 인상과 비용 절감으로 영업이익 0 근처까지 돌아왔지만, 2분기에 다시 적자를 냈고 상반기 순이익은 리스 해지에서 나온 일회성 이익이었다. 반면 유동부채로 분류된 투자자 보장 부채는 공정가치 836억원으로 현금의 4배이고, 현재 시가총액의 2배를 넘는다. 신용등급은 2026년 BB−로 내려갔다. 합병으로 지주 구조는 정리됐으나 합병 뒤 자본과 부채는 아직 공시되지 않았다. 11월 3분기보고서의 합병 후 재무상태와 휴맥스모빌리티 재무 재편 공시가 나오기 전까지는, 동사의 재무구조는 본업보다 계열사 약정에 의해 정해지는 것으로 본다.

기업가치 제고 진단

자본비용(COE)과 Equity Spread

연도	ROE	COE	Spread
2023	-31.6%	-	-
2024	-36.8%	-	-
2025	-84.7%	6.59%	-91.28%p

위험프리미엄	COE	Spread (2025)
5%	5.77%	-90.46%p
6%	6.18%	-90.87%p
7%	6.59%	-91.28%p
8%	7.00%	-91.69%p

자료: 한국은행, R-Index(KONNECT), 전자공시 DART, R-Advisory

* COE 6.59% = Rf(무위험수익률) 3.715% + β(KSIC(표준산업분류) 46 중위) 0.4112 × ERP(주식시장 위험프리미엄) 7.0%(정책 상수), 2026.10 기준. 2023·2024년은 ROE가 −30%대여서 어느 COE에서도 Spread는 음수다.

ERP를 5%에서 8%까지 바꿔도 2025년 Equity Spread는 −90%p 안팎에서 움직이지 않는다. 연간 경제적 손익(Spread × 기말 자본총계 961.3억원)은 −877.5억원이다. 자본비용 수준보다 순손실 규모가 결론을 정하며, Spread를 0으로 되돌리는 경로는 레버리지 조정이 아니라 영업외 손실의 축소뿐이다.

업종 벤치마크 대비 위치 — 산업재

* 주: 🟢 두 기준선 중 높은 쪽 이상 / 🟡 두 기준선 사이 / 🔴 낮은 쪽 미만 / ⚪ 기준선 없음

지표	동사	업종 목표선	업종 실적선	평가
ROE	-84.7%	14.2%	5.8%	🔴
PBR	0.43배	1.6배	1.1배	🔴
주주환원율	자료 부족	39%	37.4% †	⚪
Equity Spread	-91.28%p	0%p	0%p	🔴

자료: 『2026 한국거래소 기업가치 제고 프로그램 백서』 산업재(완결형 공시 41사 목표선, 2025년 실적선), R-Index(KONNECT), R-Advisory

* ROE는 연결·기말 자본 기준이며, 평균 자본 기준(−63.1%)으로도 평가는 같다. PBR은 2025년 말 자본 기준(R-Index(KONNECT) 2025년 4분기 산출)이다. 주주환원율은 순손실이라 분모가 음수여서 산출되지 않는다.

* † 백서에 업종별 주주환원율 실적선이 없어 시장 전체 배당성향을 대신 표시했다.

주주환원 설계 유형

2023~2025년 누적 지배주주순이익은 −1,966억원이고, 같은 기간 누적 FCF(잉여현금흐름) 1,195억원은 대부분 매출 축소로 풀린 운전자본(1,353억원)에서 나왔다. 주주환원에 앞서 투자자 보장 의무 836억원의 정리와 순손실 해소가 먼저다.

KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단

두 정기보고서(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서)에는 기업가치 제고 계획 관련 기재가 없다. 동사에 가장 필요한 항목은 ② 자본비용 분석과 ⑫ 지배구조 개선 목표다. 자본비용 대비 −91%p의 Spread와 합병·자기주식 20.4%·계열사 약정이라는 지배구조 쟁점을 숫자로 설명하지 않으면 시장 평가(PBR 0.43배)와 장부 자본의 차이를 설명할 수 없다.

레이먼인덱스 포지셔닝 — KOSDAQ×KSIC 46 상위 10% 대비

레이먼인덱스는 공시 재무로 자본효율(CEI)·현금거버넌스(CGI)·재투자강도(RII)·시장적응(MAI)과 악화위험도(WP)·관계형리스크를 점수화한 지표다.

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · FY2025

100점 환산 절대 점수(악화위험도는 0~1 확률을 100배). 비교 집단 KOSDAQ×KSIC 46 77사, 2026.10.13 산출.

CEI 자본효율	**45.3**	업종 중위 60.4 아래, 하위 26%. **2025년 영업적자 전환**과 함께 68.2에서 내려왔다.
CGI 현금거버넌스	**27.9**	가장 낮은 지수, 업종 하위 7.8%. **유동비율 53%**와 같은 결론이다.
RII 재투자강도	**50.8**	업종 중위 위지만 설비 투자는 **감가상각에 못 미쳤다**. 점수보다 투자 내역을 본다.
MAI 시장적응	**55.3**	업종 중위 58.5 근처, 하위 40%. 2024년 47.5에서 반등했다.
WP 악화위험도	**0.57**	CRITICAL, 업종 중위 0.10의 5.7배. **위험 축도 현금 관리**를 가리킨다.

자료: 레이먼인덱스(R-Index), KONNECT · R-Advisory

위험 축 (낮을수록 우량)

지표	값	업종 중위	저위험 10% 경계	업종 내 백분위	평가
관계형리스크	0.12 (MEDIUM)	0.05	0.04	66.2%	-
악화위험도 WP 2023	0.16 (MEDIUM)	0.09	0.04	63.8%	주의
악화위험도 WP 2024	0.18 (MEDIUM)	0.07	0.04	72.3%	주의
악화위험도 WP 2025	0.57 CRITICAL(최상위 위험 등급)	0.10	0.04	86.5%	미흡

* 관계형리스크는 2023.10~2026.04 관측 구간 전체를 한 값으로 나타낸 확률이어서 신호등 평가를 하지 않고 등급과 집단 내 위치만 싣는다(비교 집단 77사). 악화위험도는 각 연도 말 재무로 산출한 0~1 척도 값이며 비교 집단은 2023·2024년 47사, 2025년 52사다. 백분위가 높을수록 위험하다.

* 운영 기준 악화위험도는 0.19(MEDIUM, 2026.10.16 산출)다. 입력 재무의 시점이 달라 연도별 값과 같은 줄에 두지 않았다.

품질 축 (높을수록 우량)

지표	2023	2024	2025	업종 중위 (2025)	상위 10% 경계 (2025)	업종 내 백분위 (2025)	평가
CEI 자본효율	68.2	67.1	45.3	60.4	88.6	26.0%	미흡
CGI 현금거버넌스	31.6	29.4	27.9	50.4	67.5	7.8%	미흡
RII 재투자강도	49.6	10.7	50.8	37.6	77.7	68.8%	주의
MAI 시장적응	61.1	47.5	55.3	58.5	74.3	40.3%	주의
종합 (등급)	51.1 (B)	34.0 (C+)	41.2 (B-)	48.9	65.1	26.0%	미흡

자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

* 0~100 척도. 평가 기준 — 업종 중위 이상·상위 10% 경계 미만은 주의, 업종 중위 미만은 미흡.

동사의 가장 낮은 지수는 현금거버넌스 CGI다. 업종 내 백분위가 20.8%(2023년)에서 7.8%(2024·2025년)로 내려갔고, 이는 유동비율 53%·현금 대비 결제 요구액 4.0배라는 재무상태와 같은 결론이다. 악화위험도 WP가 2025년 0.57로 업종 중위의 5.7배까지 오른 것도 같은 방향이다. 위험 축과 품질 축이 모두 유동성을 가리키므로, 지수로 본 병목은 자본효율보다 현금 관리에 있다.

재투자강도 RII 50.8은 업종 중위를 웃돌지만, 2025년 유·무형자산 취득 67.8억원은 감가상각비·무형자산상각비 91.0억원보다 적었다. 매출이 26% 줄어든 해라 같은 투자액도 강도가 높게 잡혔으며, 이 회사에서는 점수보다 투자 내역을 본다 — 설비 투자는 감가상각에 못 미쳤다.

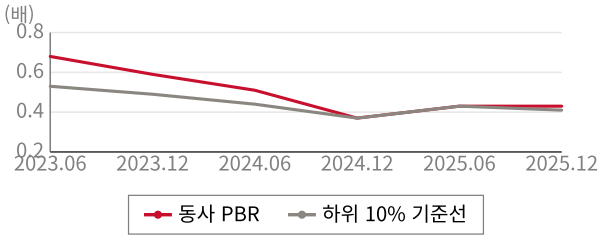
자본효율 CEI가 2023~2024년 업종 중위를 웃돈 것은 총자산회전율 0.8배 유지가 반영된 결과이며, 같은 기간 ROE −31.6%·−36.8%가 자본효율을 더 정확히 보여 준다. 2025년에는 영업적자 전환과 함께 45.3으로 내려와 업종 하위 26%가 됐다.

저PBR 위치 진단

구분	2024.12	2025.06	2025.12
동사 PBR	0.37배	0.43배	0.43배
섹터 하위 10% 경계	0.37배	0.43배	0.41배
섹터(산업재) 내 백분위	10.54%	10.77%	12.65%
모집단	313사	325사	332사

자료: R-Index(KONNECT) 저PBR 위치(반기별), R-Advisory

PBR과 섹터 하위 10% 기준선



자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

동사 PBR은 2024년 말과 2025년 상반기 섹터 하위 10% 경계에 걸렸고, 2025년 말에는 경계 0.41배를 0.02배 웃돌아 하위 12.65%다. 공식 저PBR 기준은 아직 공표되지 않았다. 낮은 PBR은 자본 대비 시장가격이 싸다는 뜻이기도 하지만, 동사의 경우 2025년 말 휴맥스모빌리티 투자 금액(1,066.5억원)이 연결 자본총계(961.3억원)보다 크고 그 회수가능액이 매출성장률 53.6% 가정에 기대고 있어, 시장이 장부 자본을 그대로 믿지 않는 것으로 해석된다.

재무건전성 신호등

* 기준: 신용평가 3사 공개 방법론 요약. 앞의 업종 비교 표와 기준이 다르다.

지표	2025	2026.06	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	평가
부채비율	410.8%	255.7%	≤100%	100~200%	>200%	↓	🔴
차입금의존도(리스부채 포함)	32.0%	19.7%	≤30%	30~45%	>45%	↓	🟢
순차입금/EBITDA(상각전영업이익)	산출불능	n/m	≤2배	2~3.5배	>3.5배	-	🔴
EBITDA/이자비용	-1.87배	1.64배	≥5배	3~5배	<3배	↑	🔴
영업이익률	-7.4%	0.7%				↑	🔴
ROE	-84.7%	n/m				-	🔴
유동비율	53.0%	51.9%				→	🔴
현금성자산/단기성차입	0.48배	0.46배				→	🔴

자료: 전자공시 DART, R-Advisory · 기준일 2026.06.30

* 이자비용 분모는 현금흐름표의 이자지급(현금) 기준. 2025년 금융원가 671.4억원과 현금 이자 107.4억원의 차이 564.0억원은 금융자산·부채 평가손실 281.3억원, 외환차손·환산손실 249.9억원, 매출채권처분손실 15.6억원 등이다.

* 2026.06 차입금의존도에 휴맥스모빌리티 관련 파생상품부채 836.3억원을 더하면 37.8%(🟡)가 된다.

* 2026.06 EBITDA/이자비용은 반기 값끼리 나눈 값이다. 순차입금/EBITDA는 연간 값으로만 산출한다.

회계 품질 플래그

✔	**미분해 손익**	2026 상반기 영업외손익 355.7억원 > 영업이익 13.2억원 리스 해지·투자부동산 처분이익 402.1억원
✔	**이연법인세**	2023·2024 손실 연도에 법인세비용 40.4억·31.2억원 발생
✔	**비현금 금융원가**	2025 금융원가 671.4억원 중 평가손실 281.3억원, 현금 이자 107.4억원
☐	채권 역행	해당 없음
☐	흑자인데 영업현금흐름 지속 음(−)	해당 없음
✔	**EBITDA ≤ 0**	2025 EBITDA −201.2억원 커버리지 산출불능 → 유동성 지표로 대체

✔ 해당 — 본문 해명 대상 ☐ 해당 없음

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

위험 평가가 8개 지표 중 7개이고 회계 품질 플래그가 4개다. 본문 쟁점 ②(이익의 질)와 쟁점 ③(유동성)이 이 결과에 대한 해명이며, 회사가 밝힌 대응은 차입금 감축과 판관비 절감, 합병을 통한 경영 효율화다. 투자자 보장 의무의 결제 계획은 공시되지 않았다.

실적 및 재무제표 (연결, 단위 억원)

손익계산서

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	6,464.0	5,355.6	3,941.7	2,098.8	2,016.8
매출원가	5,327.8	4,381.5	3,409.5	1,779.0	1,629.2
(매출원가율)	82.4	81.8	86.5	84.8	80.8
매출총이익	1,136.2	974.1	532.1	319.8	387.6
(매출총이익률)	17.6	18.2	13.5	15.2	19.2
판매비와 관리비	961.4	912.1	824.3	442.6	374.3
영업이익	174.9	62.0	-292.2	-122.7	13.2
(영업이익률)	2.7	1.2	-7.4	-5.8	0.7
EBITDA	-	152.8	-201.2	-76.0	56.3
(EBITDA 마진율)	-	2.9	-5.1	-3.6	2.8
영업외손익	-609.2	-594.1	-542.1	-432.6	355.7
(기타이익)	84.5	109.5	335.0	41.8	457.4
(기타손실)	-168.2	-194.9	-374.3	-140.1	-43.7
(금융수익)	663.6	541.8	359.3	282.6	288.4
(금융원가)	-837.2	-740.1	-671.4	-472.3	-269.3
(관계기업손익)	-351.9	-310.4	-190.7	-144.6	-77.2
법인세차감전순손익	-434.3	-532.1	-834.3	-555.3	368.9
(법인세비용)	40.4	31.2	-20.2	2.7	4.1
계속사업손익	-474.7	-563.2	-814.1	-558.0	364.8
중단사업손익	-309.4	-45.9	-	-	-
당기순이익	-784.2	-609.2	-814.1	-558.0	364.8
(당기순이익률)	-12.1	-11.4	-20.7	-26.6	18.1
지배지분순이익	-614.9	-570.5	-780.7	-547.0	364.5
비지배지분순이익	-169.3	-38.7	-33.4	-11.0	0.3

출처: 전자공시 DART, R-Advisory

* EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비(연결 주석 「비용의 성격별 분류」). 2023년 재작성 상각비는 같은 형식으로 공시되지 않았다.

재무상태표

12월 결산	2023	2024	2025	2026.06
유동자산	3,713.2	2,900.8	1,499.8	1,425.0
현금및현금성자산	368.9	240.0	254.1	211.2
매출채권및기타채권	1,422.1	1,201.7	376.6	489.4
재고자산	1,596.3	1,094.3	700.4	609.3
비유동자산	4,611.1	3,727.3	3,410.8	3,216.4
관계·공동기업투자	2,026.7	1,474.3	1,267.8	1,156.9
당기손익인식 금융자산(비유동)	1,463.9	1,216.4	1,176.7	1,263.4
유형자산	402.3	366.2	349.4	358.3
투자부동산	209.9	228.9	112.7	8.2
자산총계	8,324.4	6,628.1	4,910.6	4,641.4
유동부채	3,574.6	3,375.6	2,827.6	2,745.5
매입채무및기타채무	1,713.7	1,608.2	934.4	849.2
차입금(사채·전환사채 포함)	2,175.7	1,328.9	988.8	858.8
리스부채	782.7	631.0	584.3	57.2
당기손익인식 금융부채	764.0	849.7	984.7	1,105.9
비유동부채	2,270.8	1,598.4	1,121.7	591.0
부채총계	5,845.4	4,973.9	3,949.3	3,336.5
지배주주지분	2,156.2	1,566.2	906.9	1,246.4
비지배지분	322.8	88.0	54.4	58.5
자본총계	2,479.0	1,654.2	961.3	1,304.9
순차입금(차입금+리스부채−현금)	2,589.5	1,719.9	1,319.0	704.8

출처: 전자공시 DART, R-Advisory

* 유동자산은 매각예정자산을 포함한다. 2026.06은 10월 합병 이전 값이다.

현금흐름표

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동현금흐름	367.9	817.9	179.3	58.6	136.8
(운전자본 변동)	360.0	721.5	271.7	158.1	-35.9
(이자지급)	-184.7	-161.9	-107.4	-56.5	-34.4
(배당금수취)	9.2	2.9	-	-	123.5
투자활동현금흐름	36.2	-309.4	243.0	60.9	19.1
(유·무형자산 취득)	-65.8	-36.3	-67.8	-28.0	-36.2
재무활동현금흐름	-464.2	-654.1	-419.3	-181.7	-217.8
NOPLAT(세후영업이익)	136.4	48.4	-292.2	-122.7	10.3
FCF	302.1	781.6	111.5	30.6	100.6

출처: 전자공시 DART, R-Advisory

* NOPLAT = 영업이익 × (1−22%). FCF = 영업현금흐름 − 유·무형자산 취득. 법인세율 22%를 가정했고, 영업손실 연도의 세금 효과는 0으로 둔다. 2024년 영업현금흐름 817.9억원 중 721.5억원은 매출 축소에 따른 매출채권·재고 감소에서 나왔다. 2026년 상반기 영업현금흐름 136.8억원 중 123.5억원은 배당금 수취다.

주요지표

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
EPS (병합 소급)	-14,260	-13,230	-18,100	8,456
BPS (병합 소급)	50,004	36,320	21,031	28,935
매출액 증가율	-	-17.1	-26.4	-3.9
영업이익률	2.7	1.2	-7.4	0.7
ROE (기말 자본 기준)	-31.6	-36.8	-84.7	n/m
부채비율	235.8	300.7	410.8	255.7
유동비율	103.9	84.0	53.0	51.9
차입금의존도 (리스부채 포함)	35.5	29.6	32.0	19.7

출처: 전자공시 DART, R-Advisory

* 1H26 매출액 증가율은 전년 동기 대비. 유동비율은 매각예정자산을 제외한 회사 공시 방식이다(2023년은 매각예정자산 없음).

Compliance Notice

발행사 정보

독립리서치-R by KONNECT
R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net

발간 이력

일시	2026.10.31
투자의견	Not Rated
목표주가	-

투자의견

당사는 이 종목에 투자의견과 목표주가를 제시하지 않습니다(Not Rated). 당사는 투자등급 체계를 운영하지 않습니다.

증권사별 보고서 발간 횟수 (기준일: 2026.10.30)

연도	2022	2023	2024	2025	2026
발간 횟수	-	-	-	-	-
발간 증권사	-	-	-	-	-

공개 리포트 목록(IRGO, 2026.10.31 조회) 기준으로 2021년 이후 증권사 발간 이력은 발견되지 않았다. 마지막 발간은 2020.01(IBK투자증권)이다.

- 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.