R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

엑시온그룹 (069920, KOSDAQ)

평택 P4 설비공사 757억원 수주, 팹 설비 시공사로 전환 — 용역공사 매출의 한계 극복이 관건

SUMMARY

1. 2001년 설립, 2007년 코스닥 상장한 반도체 팹 기계설비 시공 기업
2. 삼성중공업 발주 평택 P4 설비공사 3건 757억원 수주
3. SEMI 2026년 반도체 장비 매출 +23.2% 전망, 평택 P4·P5 공기 단축
4. 커머스 종료·엠제이테크 합병으로 매출 97%가 설비공사로 전환
5. 1H26 영업이익 2.9억원 흑자전환, 반기말 수주잔고 196.5억원
6. 시가총액 기준 PBR 0.86배·TTM PSR 0.48배

⚠ 투자 유의 — 이 리포트를 읽기 전에

감사인은 2025년 감사의견과 2026년 반기 검토의견 모두에 **계속기업 관련 중요한 불확실성**을 기재했습니다. 반기말 유동부채가 유동자산을 241억원 초과하고, 차입금 원금 69.2억원이 연체 중이며, 예금·투자부동산·매출채권 일부가 압류되어 있습니다. 2026.06.30 불성실공시법인으로 지정되었고, 보도에 따르면 06.26 시가총액 미달로 관리종목에 지정되었으며 09.08·09.15 상장폐지 우려 안내가 있었습니다. **본 리포트는 전환의 실행 증거와 존속 리스크를 같은 무게로 다룹니다.**

▶ AT A GLANCE

투자의견	**Not Rated**
목표주가	제시하지 않음
현재주가	1,349원 (26.10.02)
시가총액	325.4억원
발행주식수	24,119,218주
자기주식 (비율)	39,040주 (0.16%)
유동주식비율	48.93% (추정)
52주 최저/최고	-
자본금 / 액면가	120.6억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	7.87억원
PBR / PSR(TTM)	0.86배 / 0.48배
PER	N/A (적자)

주가·발행주식수·거래대금은 발행사 확인 값(2026.10.04)입니다. 10.02 종가는 상한가(+29.96%)입니다. PBR은 시가총액 ÷ 2025년 말 자본총계입니다. 52주 범위는 감자(5:1) 수정주가가 확인되지 않아, 외국인지분율은 확인되지 않아 싣지 않았습니다

▶ 주주현황

뉴퍼시픽투자조합 외 1인	50.91%
자기주식	0.16%

대량보유 공시(기준일 2026.09.03) 보유주식을 2026.10.02 발행주식수로 나눈 추정치입니다. 2026.09 유상증자분은 1년 보호예수 대상으로 보도되었습니다

▶ 기준 자료

기준	2026 반기보고서(정정 10.01)
비교	2025 사업보고서(03.27)
탐방	미실시

SUMMARY FINANCIAL DATA

2023·2025·1H26 개별, 2024 연결 · 단위 억원

	2023	2024	2025	1H26
매출액	46.5	47.4	240.0	449.9
영업이익	-115.7	-100.8	-59.1	2.9
영업이익률 (%)	-248.9	-212.5	-24.6	0.6
지배주주순이익	-152.9	-169.3	-223.1	-7.9
EPS (원, 병합 소급)	-2,980	-2,765	-2,860	-86
자본총계	418.4	450.2	380.5	372.4
영업활동현금흐름	4.9	-95.8	-91.1	-33.1
유동비율 (%)	1,154.4	221.2	53.7	49.8
부채비율 (%)	8.1	29.2	103.8	130.7

자료: 전자공시 DART 2025 사업보고서·2026 반기보고서, R-Advisory by KONNECT · 1H26은 반기 누계(연율화하지 않음)

연도별 실적 및 주요 지표 추이

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	46.5	47.4	240.0	7.2	449.9
영업이익	-115.7	-100.8	-59.1	-3.4	2.9
지배주주순이익	-152.9	-169.3	-223.1	-61.1	-7.9
영업이익률	-248.9	-212.5	-24.6	-47.2	0.6
ROE	-30.9	-38.8	-53.4	-	-2.1
EPS	-2,980	-2,765	-2,860	-833	-86
BPS	8,100	6,458	4,093	-	4,006
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	-	-	-	-	-

자료: 전자공시 DART, 독립리서치 R

* 2023·2025·1H26은 개별(별도), 2024는 연결 기준입니다. 2025는 연결대상 종속기업이 존재하던 기간의 손익을 연결 방식으로 반영한 개별재무제표입니다(사업보고서 주석 1).

* 2024·1H25 손익은 이후 보고서에서 중단영업(이산화탄소포집·패션 부문)을 분리해 재작성된 비교표시 값입니다. 매출액에서 중단영업은 빠지고 당기순이익에는 포함됩니다.

* EPS·BPS는 2026.04.17 5:1 무상병합을 소급 반영한 값입니다(공시 EPS × 5, 기말 발행주식수 ÷ 5). 1H25·1H26 EPS는 반기보고서 공시치(병합 반영)입니다. ROE는 평균 지배지분 기준이며 1H26은 연율화하지 않았습니다.

* 1H26 주당 PBR은 표기하지 않았습니다. 2026.06.30 BPS는 9,296,521주 기준인데 이후 신주 1,482만주가 BPS보다 낮은 가격(880~1,199원)에 발행되어, 현재 주가와 시점이 맞지 않기 때문입니다. 시가총액 기준 PBR은 0.86배(2025년 말 자본)·0.87배(2026.06.30 자본)이며, 증자 반영 추정치는 0.64배입니다(섹션 6).

* 적자 구간의 PER은 N/A로 표기했습니다. 과거 연도 PBR은 기말 수정주가가 확인되지 않아 표기하지 않았습니다.

주식수 타임라인

시점	발행주식총수	자본금(억원)	변동사유	출처
2025.12.31 (사업보고서 기준일)	46,482,609	232.4	-	사업보고서 I-3·4
2026.04.17	9,296,521	46.5	5:1 무상병합(감자비율 80%, 결손 보전)	반기보고서 I-3
2026.06.30 (반기보고서 기준일)	9,296,521	46.5	-	반기보고서 I-4
2026.07.10 ~ 07.14	14,393,455	72.0	12회 영구CB 전환 92,764주 + 제3자배정(1,199원) 5,004,170주	반기보고서 I-3 주3)
2026.08.06 (상장 08.25)	14,410,455	72.1	일반공모 소액증자 17,000주	반기보고서 I-3 주4)
2026.09.02	21,684,318	108.4	제3자배정(880원) 7,273,863주 (계획 9,090,909주에서 축소)	정정 유상증자결정 공시(2026.09.02, 서플 2026.09.04 보도)
2026.08 ~ 09	22,694,418	113.5	전환청구 등 1,010,100주 *	대량보유 공시 지분율에서 역산
2026.09.10 (상장 10.02)	24,119,218	120.6	일반공모 소액증자 1,424,800주	소액공모 청약 결과(토큰포스트·뉴스TNT, 2026.09)
2026.10.02 (발간 기준)	**24,119,218**	**120.6**	**-**	**발행사 확인**

주당지표 산출 기준: EPS(공시치)는 각 기간 가중평균주식수(병합 소급), BPS는 각 기말 발행주식수(병합 소급), 시가총액은 발간 기준 행을 씁니다.

* 2026.08~09 중 1,010,100주는 최대주주 보유주식(12,278,033주)과 지분율(54.10%, 2026.09.03 기준)로 역산한 발행주식수와 직전 행의 차이입니다. 개별 전환청구 공시와는 대조하지 못했습니다.
* 감자는 자본금을 자본잉여금·결손금으로 재분류한 것이라 자본총계·ROE를 바꾸지 않습니다.

표지 데이터 주석

* 기업탐방은 실시하지 않았습니다. 본 리포트는 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서와 공개 자료에 근거해 작성했습니다.
* 현재주가(2026.10.02 종가)·발행주식수·3개월 일평균거래대금은 발행사 확인 값입니다(2026.10.04). 2026.10.02 종가는 전일 대비 +29.96% 상승(상한가)한 값이므로 시가총액의 일별 변동이 큽니다.
* 발행주식수는 2026.04.17 5:1 무상병합(감자) 이후 유상증자·전환청구가 반영된 값입니다. 반기보고서 기준일(2026.06.30) 발행주식수는 9,296,521주, 사업보고서 기준일(2025.12.31)은 46,482,609주(병합 전)입니다 → 아래 「주식수 타임라인」.
* 52주 최고·최저가는 감자(5:1) 전후를 수정주가로 맞춘 값이 확인되지 않아 표기하지 않았습니다.
* 외국인지분율은 2026.10.02 기준 확인되지 않아 표기하지 않았습니다.
* 유동주식수·유동주식비율은 발행주식수에서 최대주주등(12,279,033주)과 자사주(39,040주)를 빼서 추정한 값입니다. 최대주주 지분율은 대량보유 공시(기준일 2026.09.03)상 뉴퍼시픽투자조합 보유 12,278,033주에 특수관계인 1,000주(반기보고서 XI-4 「뉴퍼시픽투자조합 외 1인」)를 더한 12,279,033주를 2026.10.02 발행주식수로 나눈 추정치입니다. 2026.09 유상증자분(7,273,863주)은 1년 보호예수 대상으로 보도되었습니다(서플·정정 유상증자결정 공시 인용, 2026.09.02~04).

1. 회사 개요

2001년 설립, 2007년 코스닥 상장 — 쇼핑몰 위즈위드에서 반도체 팹 설비 시공사로

마진노트 — 위즈위드 운영사로 출발 / 2025년 엠제이테크 합병으로 업종 전환 / 1H26 매출 97% 설비공사

동사는 2001년 SK글로벌(현 SK네트웍스) 사내 신규사업부에서 분사해 해외쇼핑 사이트 위즈위드(WizWid)를 운영해 온 기업이다. 2007년 12월 코스닥에 상장했고, 2024년 8월 사명을 아이에스이커머스에서 엑시온그룹으로 바꿨다. 2025년 6월 기계설비 공사업체 ㈜엠제이테크 지분 100%를 75억원에 인수했고, 같은 해 8월 29일 소규모합병으로 흡수했다. 합병으로 들어온 사업은 반도체·디스플레이 플랜트의 덕트(DUCT)·배관 공사(하이테크 부문)와 ABB 산업용 로봇 설치(로봇자동화 부문)다. 그 결과 동사의 매출 구성은 2024년 커머스 93.8%에서 2025년 하이테크 86.8%, 2026년 상반기 하이테크 96.7%로 바뀌었다. 위즈위드는 반기보고서 제출 시점 기준으로 운영이 종료되었고, 기존 고객의 반품 응대만 남아 있다. 즉 동사는 단순히 신사업을 하나 덧붙인 것이 아니라, 매출의 거의 전부를 만드는 본업 자체를 바꾼 회사다. 다만 업종 분류(KSIC 479 무점포소매)는 아직 옛 사업 기준으로 남아 있어, 업종 비교 지표를 읽을 때 주의가 필요하다.

마진노트 — 전환은 실행됨 / 수익성·재무는 미완 / 「실행 증거 vs 존속 리스크」 구도

이 리포트의 결론은 두 문장으로 요약된다. 첫째, 사업구조 전환은 말이 아니라 숫자로 확인된다. 2026년 상반기 매출은 449.9억원으로 2025년 연간 매출(240.0억원)의 1.9배이고, 영업이익은 2.9억원으로 반기 기준 흑자전환했다. 수주 원천은 삼성중공업을 통한 삼성전자 평택캠퍼스 P4(Ph2·Ph4) 덕트·배관 공사 3건, 합계 757억원(단일판매·공급계약 공시 기준)이며, 이를 포함한 진행중 공사 계약총액은 936억원이다. 둘째, 재무 구조는 전환 속도를 따라가지 못하고 있다. 반기말 유동부채가 유동자산을 241억원 초과했고, 차입금 69.2억원이 연체 상태이며, 감사인은 두 보고서 모두에 계속기업 불확실성을 적었다. 따라서 동사에 대한 판단은 「전환이 이익과 현금으로 이어지는 속도」와 「유동성 위기가 해소되는 속도」 중 어느 쪽이 빠른가에 달려 있는 것으로 판단된다.

주요 연혁 — 도입기 / 전환기

도입기 2001~2023

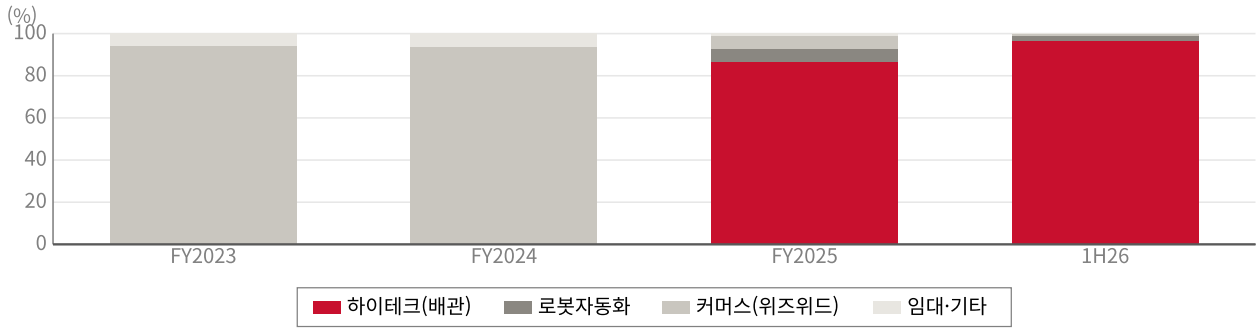
- 2001.03 SK글로벌에서 ㈜위즈위드코리아로 분사
- 2007.12 코스닥 상장
- 2009.03 ㈜아이에스이커머스로 상호 변경

전환기 2024~2026

- 2024.06 최대주주 변경(아이에스이네트워크 → 이노파이안)
- 2024.08 ㈜엑시온그룹으로 상호 변경
- 2025.06 ㈜엠제이테크 지분 100% 인수(75억원)
- 2025.08 엠제이테크 흡수합병 완료
- 2025.10 삼성중공업 P4 Ph4 덕트·배관 406억원 수주
- 2026.02 삼성중공업 P4 Ph2 설비공사 314억원 수주
- 2026.04 5:1 무상병합(감자)
- 2026.07 최대주주 변경(뉴퍼시픽투자조합)
- 2026 상반기 위즈위드 운영 종료

자료: 전자공시 DART (사업보고서·반기보고서 I-2), R-Advisory by KONNECT

사업부문별 매출비중 추이



자료: 전자공시 DART (사업보고서·반기보고서), R-Advisory by KONNECT

2. 경쟁우위

삼성중공업 1차 협력사로 평택 P4 3건 757억원 — 레퍼런스는 확보, 마진은 업종 하단

마진노트 — 기계설비공사업 면허 / 평택 P4 공종 3건 / 공정관리 시스템 EZ-U·특허 10건

동사 하이테크 부문의 자격 요건은 건설산업기본법·기계설비법상 기계설비공사업 면허다. 반도체 팹 덕트·배관은 클린룸 공조, 폐수·폐액 배관, 공정 배관(CS배관)처럼 공정 중단 시 손실이 큰 공종이라, 발주처는 단가보다 시공 이력과 공정관리 능력을 먼저 본다. 동사가 확보한 것은 바로 이 이력이다. 회사 측은 사업보고서에서 하이테크 부문을 삼성중공업 1차 협력사로 기재하고 있다. 2024년 9월 착수해 2026년 5월 준공한 공사(C-24-09-01, 168.4억원)에 이어, 2025년 10월 P4 Ph4 외조기실·전기실·남DS 덕트 및 기계실 랙·폐수·CS배관·FSF 폐수·폐액 공사(406.5억원), 같은 달 P4 Ph4 통합 양중·슈퍼데크 공사(35.8억원), 2026년 2월 P4 Ph2 기계실 랙·CS배관·폐수배관·덕트 공사(314.3억원)를 연이어 수주했다. 단순히 한 번 들어간 현장이 아니라, 같은 캠퍼스의 다음 페이즈(Ph4 → Ph2)를 이어 받은 것이라는 점에서 원청의 재발주가 이미 한 차례 확인된 셈이다. 또한 회사 측에 따르면 동사는 작업일보·도면·공정 진행을 전산화한 자체 공정관리 시스템 EZ-U를 운영하고 있으며, 사업보고서상 공사현황 관리장치 등 특허 10건을 보유하고 있다. 로봇자동화 부문은 ABB와 계약을 맺고 도장로봇 등을 설치하는 구조로, 2025년 10월 ㈜에이비비코리아로부터 오프너 로봇 개조 공사(9.7억원)를 수주했다.

마진노트 — 상장 동종사 대비 마진·규모 열위 / 하도급 단계 구조 / 고객 1곳 95%

다만 경쟁우위를 수익성으로 증명한 단계는 아니다. 같은 반도체 팹 기계설비·클린룸 시공 상장사의 2026년 상반기 영업이익률은 대형사 6~7%대(A사 6.3%, B사 7.3%), 중소형사 -2%~2%대에 분포하는데, 동사는 0.6%로 하단에 있다(표 1). 규모도 반기 매출 기준 A사의 약 1/12 수준이다. 고객 집중도 크다. 반기 매출의 95.0%(427.2억원)가 단일 고객에서 나왔다(반기보고서 주석 38, 고객A). 원청에서 직접 수주하는 대형사와 달리 동사는 원청사(삼성중공업)의 하도급 구조여서 마진이 원청 단계에 먼저 배분되는 것으로 해석된다. 이에 따라 동사의 경쟁우위 논거는 「레퍼런스를 다음 현장 수주로 연결하는 능력」으로 한정해 읽는 것이 적절하며, 마진 개선은 아직 증명되지 않은 가정으로 남아 있다.

표 1. 반도체 팹 기계설비·클린룸 시공 상장사 2026년 상반기 비교 (단위: 억원, %, 배)

구분	1H26 매출	영업이익	영업이익률	시가총액	PBR
엑시온그룹	**449.9**	**2.9**	**0.6**	**325**	**0.86**
A사	5,358	339	6.3	2,461	0.88
B사	6,961	508	7.3	6,064	0.90
C사	3,555	8.3	0.2	4,039	1.73
D사	2,521	-49.7	적자	1,236	0.99
E사	1,062	17.1	1.6	-	-

자료: 디일렉(2026.09.14), FnGuide wisereport(2026.10.02), 전자공시 DART, 독립리서치 R

* 동종사는 반도체 팹 기계설비·덕트·초고순도배관·클린룸 공사를 주력으로 하는 코스피·코스닥 상장사로, 공개 보도(디일렉 2026.09.14)를 기준으로 선정했습니다. 동사의 거래소 업종 분류(KSIC 47 소매)가 사업 전환을 반영하지 못해 분류 기반 동종그룹을 쓰지 않았습니다. 시가총액·PBR 기준일은 2026.10.02입니다. 동사 PBR은 시가총액 ÷ 2025년 말 자본총계입니다.

* C사 영업이익률은 공개 보도의 영업이익을 매출로 나눈 값입니다. D사 적자는 이차전지 부문 영향으로 보도되었습니다.

3. 산업 · 시장 · 정책

메모리 설비투자 사이클과 평택 P4·P5 공기 단축 — 수요는 우호적, 연결은 수주 공시로 확인해야

마진노트 — SEMI 2026 장비 매출 +23.2% / 한국은 HBM 중심 3대 투자 지역 / 2028년 사상 최대 전망

반도체 업황은 2026년 들어 메모리 중심의 설비투자 확대 국면에 있다. 국제반도체장비재료협회(SEMI)는 2026.07.14 발표에서 2026년 글로벌 반도체 장비 매출을 1,659억달러(+23.2%, YoY)로, 웨이퍼팹장비(WFE)를 1,439억달러(+23.1%, YoY)로 전망했고, 2027년 WFE도 +21.8% 성장해 2028년 총액이 2,295억달러로 사상 최대에 이를 것으로 봤다. SEMI는 한국을 HBM 등 첨단 메모리가 주도하는 3대 투자 지역(중국·대만·한국)으로 꼽았다. 세계반도체무역통계기구(WSTS)도 2026.06.02 봄 전망에서 2026년 반도체 시장을 1조 5,112억달러(+89.9%, YoY)로 제시했다. 다만 두 수치는 장비 매출·반도체 매출 전망이지 팹 건설 공사비 전망이 아니며, WSTS 수치는 가격 상승 효과가 커서 설비 공사 수요로 1:1 환산할 수 없다. 팹 기계설비·클린룸 공사의 국내 시장 총규모를 제시한 독립 통계는 확인되지 않았다.

마진노트 — P4 상층 2026.07·하층 2026.11 임시사용승인 추진 / P5 2028년 가동 목표 / 동종사 매출 +24~52%

동사 수주의 직접 원천인 평택캠퍼스 일정은 앞당겨지고 있다. 서울경제(2026.04.23)에 따르면 삼성전자는 P4 상층(Ph4)을 2026년 7월, 하층(Ph2)을 2026년 11월 임시사용승인 받는 일정을 추진하며 완전가동 시점을 기존 대비 6개월 이상 앞당기려 하고 있다. P5는 2025년 11월 공사 재개가 보도된 뒤 2026년 2월 골조 공사가 시작될 것으로 전해졌고(디일렉, 2026.01.02), 2028년 가동을 목표로 한다(아이뉴스24, 2026.05.07). 실제로 같은 팹 공종의 상장 동종사들은 2026년 상반기 매출이 전년 대비 24~52% 늘었다(디일렉, 2026.09.14). 즉 동사가 속한 공종의 발주가 업황 차원에서 늘고 있다는 점은 외부 자료로 확인된다. 다만 P4의 마감·설비반입이 2026년 하반기에 몰려 있다는 것은 동사의 현재 수주(계약기간 2027.05~06 종료)가 소진되는 시점도 가깝다는 뜻이다. 동사가 P5 물량을 확보했다는 공시는 발간일 현재 확인되지 않았으므로, P5는 현시점에서 「참여 가능성이 있는 파이프라인」으로만 읽어야 할 것으로 판단된다.

마진노트 — 반도체특별법 2026.08.11 시행 / 2027년 예산안 반도체 특별회계 2.6조원 / 지원은 간접 경로

정책 환경도 팹 투자의 확실성을 높이는 방향이다. 「반도체산업 경쟁력 강화 및 지원에 관한 특별법」이 2026.01.29 국회를 통과했고, 시행령이 2026.08.04 국무회의를 거쳐 2026.08.11 시행되었다(산업통상부 2026.01.29, 뉴스핌 2026.08.04). 시행령은 반도체 산업단지 기반시설 설치비의 50~100%를 지원하도록 정했다. 기획예산처는 2026.09.01 발표한 2027년 예산안에 반도체 산업 경쟁력 강화 특별회계 2조 6천억원을 신설했다(국회 심의 전 정부안). 이 지원은 전력·용수 등 클러스터 기반시설과 팹 조기 가동에 쓰이는 재원이어서, 발주처 투자 → 원청 발주 → 동사 하도급이라는 간접 경로로만 동사 매출에 닿는다. 정책은 수요의 확실성을 높이는 배경 요인으로 보는 것이 적절할 것으로 판단된다.

사업보고서 시장 인용의 교차검증 결과 — 동사 사업보고서(II-7)가 인용한 시장 수치 3건을 독립 출처로 확인한 결과는 다음과 같다. ① 국내 산업용 로봇 시장(5,511억원 → 1조 8,423억원, CAGR 12.83%, IMARC Group)은 IMARC의 최신 공개판(2026.05.29, 4.2억달러 → 12.8억달러, CAGR 12.69%)과 수치가 맞지 않아 본 리포트에서 인용하지 않았다. ② 글로벌 파이프라인 건설시장(555.2억달러 → 699.2억달러, CAGR 5.9%)은 수치는 일치하나 석유·가스 송유관 중심 시장이어서 팹 배관 수요의 근거로 쓰지 않았다. ③ 2026년 국내 건설수주 +4.0%(한국건설산업연구원)는 2025.11 전망이며, 같은 기관이 2026.06 +8.9%로 상향했다. 민간 비주거 부문은 부진하다는 진단이 함께 나왔다.

4. 사업구조 전환과 시계열 비교

2025년 사업보고서 → 2026년 반기보고서: 매출은 커졌고, 재무는 더 빠듯해졌다

마진노트 — 1단계 인수 → 2단계 수주 → 3단계 옛 사업 정리 / 단계별 실행은 확인

동사의 전환은 세 단계로 진행되었다. 1단계는 시공 능력의 확보다. 동사는 2025년 6월 엠제이테크를 인수해 면허·인력·공정관리 체계를 한꺼번에 들여왔고, 8월 흡수합병으로 별도 법인 없이 본사 사업부(엠제이테크지점)로 편입했다. 시공 능력을 확보했다면, 다음 단계는 그 능력을 채울 물량이다. 2단계로 동사는 합병 두 달 만인 2025년 10월 P4 Ph4 덕트·배관 406.5억원을 수주했고, 2026년 2월 Ph2 314.3억원을 추가로 받았다. 물량이 확보된 이후 동사가 진행한 것은 옛 사업의 정리다. 3단계로 동사는 2025년 5월 이산화탄소포집 자회사 카본코리아 지분을 매각했고, 2026년 상반기 패션 커머스(위즈위드)를 중단영업으로 분류한 뒤 운영을 종료했다. 결과적으로 동사는 커머스 지주형 구조에서 반도체 팹 설비 시공 단일 사업 구조로 정체성을 옮기는 단계에 들어선 것으로 해석된다. 다만 전환이 이익으로 이어지는 시점은 아직 확인되지 않았다. 2026년 하반기 매출 기반은 Ph2 잔고 184.5억원이 사실상 상한이며, 후속 수주가 없으면 2027년 상반기부터 매출 공백이 생길 수 있다.

사업구조 전환 — 매출 구성의 이동

2024	커머스(위즈위드) **93.8%** · 임대 4.5% · CO2포집 1.7%
2025.05~08	카본코리아 매각 → 엠제이테크 인수(06) → 흡수합병(08)
2025	**하이테크 86.8% · 로봇 5.9% · 커머스 6.3% · 임대 1.0%**
2025.10~2026.02	평택 P4 Ph4·Ph2 수주 → 위즈위드 종료
1H26	**하이테크 96.7% · 로봇 2.6% · 커머스 0.5% · 임대 0.2%**
다음 단계	미확정 — P4 후속 · P5 · 하남 부지 엣지 데이터센터(계획) 발간일 현재 관련 수주 공시 없음

자료: R-Advisory by KONNECT

마진노트 — 두 보고서 사이 6개월 / 매출·잔고·계약자산·연체·자본 동시 비교

아래 표는 2025년 사업보고서(기준일 2025.12.31)와 2026년 반기보고서(기준일 2026.06.30)에서 같은 항목을 꺼내 나란히 놓은 것이다.

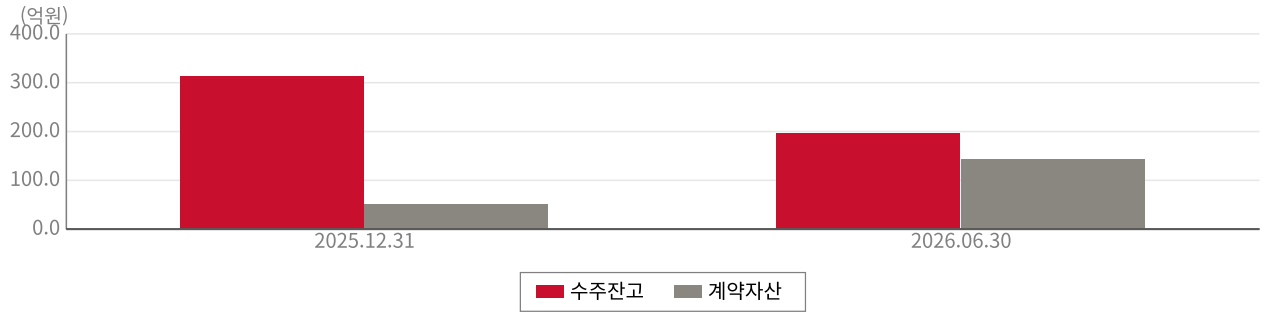
표 2. 2025년 사업보고서 vs 2026년 반기보고서 — 핵심 항목 비교 (단위: 억원)

구분	항목	2025.12.31 (사업보고서)	2026.06.30 (반기보고서)	변화
사업	하이테크 매출비중	86.8% (연간)	96.7% (반기)	단일 사업화
사업	위즈위드	운영 중	운영 종료(중단영업)	커머스 철수
수주	진행 공사 계약총액	607.9	936.3	+328.4 (Ph2 314.3 등)
수주	기납품(누적 공사수익)	294.3	739.8	+445.5
수주	**수주잔고**	**313.6**	**196.5**	**-117.1**
운전자본	계약자산(재무상태표)	51.5	142.5	+90.9 (+176%)
운전자본	매출채권 및 기타채권	73.6	54.3	-19.3
운전자본	매입채무 및 기타채무	217.1	239.4	+22.3
유동성	현금및현금성자산	11.2	13.8	+2.6
유동성	유동부채 – 유동자산	160.5	241.4	부족액 +80.9
유동성	유동비율	53.7%	49.8%	-3.9%p
차입	총차입금(리스·CB 포함)	139.2	150.2	+11.0
차입	연체 차입금(원금)	공시 없음	69.2	신규 기재
자본	자본총계	380.5	372.4	-8.1
자본	자본금	232.4	46.5	감자(결손 보전 185.9)
자본	결손금	-537.9	-359.9	감자로 축소
자본	부채비율	103.8%	130.7%	+26.9%p
자산	투자부동산(하남 부지 등)	379.4	396.3	+16.8 (잔금 지급)
자산	무형자산(영업권 포함)	157.6	157.5	-
감사인	계속기업 불확실성 사유	순손실 224억, 유동부채 초과 161억	순손실 8억, 유동부채 초과 241억, **차입금 연체·상거래채무 지급 지연·압류·소송**	
지배구조	최대주주	이노파이안 10.12%	이노파이안 10.12% → 2026.07.14 뉴퍼시픽투자조합(35.0%)	변경
공시	제재	-	불성실공시법인 지정(2026.06.30, 벌점 7.0)	신규

자료: 전자공시 DART(사업보고서 II-4·III-4·주석 43, 반기보고서 II-4·III-4·주석 20·37·43·XI-3), 독립리서치 R

* 수주 항목은 각 보고서 「진행률적용 수주상황」 표의 진행 중 공사 합계입니다. 반기보고서 같은 표의 미청구공사 합계(313.7억원)는 재무상태표 계약자산(142.5억원)과 차이가 있어, 본 리포트는 재무상태표 값을 썼습니다.

수주잔고와 계약자산 — 사업보고서 대 반기보고서



자료: 전자공시 DART (사업보고서·반기보고서), R-Advisory by KONNECT

마진노트 — 6개월간 매출 450억원 인식 / 잔고는 117억원 감소 / 이익보다 계약자산이 먼저 늘어남

이 비교에서 읽히는 흐름은 세 가지다. 첫째, 매출 인식은 수주보다 빨랐다. 6개월 동안 신규 계약 314억원이 더해졌지만 공사수익 445억원이 인식되면서 수주잔고는 313.6억원에서 196.5억원으로 줄었다. 현재 속도라면 잔고는 2026년 하반기 중 대부분 소진되며, 하반기 매출 규모는 신규 수주 공시에 직접 연동될 것으로 예상된다. 둘째, 매출 증가가 현금보다 계약자산으로 먼저 쌓였다. 계약자산은 6개월간 90.9억원(+176%) 늘어 반기 매출의 31.7%에 이르렀고, 같은 기간 영업활동현금흐름은 -33.1억원이었다. 공사 진행률로 인식한 수익이 청구·회수로 넘어가기까지 시차가 있다는 뜻이며, 실제로 반기보고서 XI-1에 따르면 406.5억원 계약의 누적 공급액 284.1억원 대비 누적 대금 수령은 176.2억원(62.0%)이다. 다만 같은 보고서 II-4의 해당 공종 기납품 합계는 397.1억원이어서 두 표 사이에 112.9억원 차이가 있으며, 잔고·진행률 판단은 II-4 기준으로 했다. 셋째, 재무 여력은 오히려 줄었다. 유동부채 초과액이 80.9억원 늘었고, 사업보고서에 없던 차입금 연체(69.2억원)와 상거래채무 지급 지연·압류가 반기 검토의견의 계속기업 사유로 새로 추가되었다. 매출 규모가 커질수록 선투입 원가(자재·외주비)를 먼저 대야 하는 공사업의 운전자본 부담이 동사의 얇은 현금 위에 얹힌 구조로 해석된다.

표 3. 반기·분기 손익 시계열 (단위: 억원, %)

구분	1H25	2H25	1Q26	2Q26	1H26
매출액	7.2	232.8	209.6	240.3	449.9
매출총이익	3.1	15.4	19.8	6.8	26.6
매출총이익률	42.4	6.6	9.5	2.8	5.9
영업이익	-3.4	-55.7	9.6	-6.7	2.9
영업이익률	-47.2	-23.9	4.6	-2.8	0.6
당기순이익	-62.1	-162.0	-2.4	-5.5	-7.9
영업활동현금흐름	-65.5	-25.6	-	-	-33.1

자료: 전자공시 DART, 독립리서치 R
* 2H25 = 2025 연간 − 1H25(반기보고서 비교표시). 1Q26 = 1H26 누적 − 2Q26(3개월). 분기별 현금흐름은 반기보고서에 없습니다.
* 1H25는 하이테크 부문 편입(2025.06.09) 이전이라 사업 구성이 다릅니다.

마진노트 — 2H25 적자 -55.7억 → 1H26 흑자 2.9억 / 그러나 2Q26 매출총이익률 2.8%로 하락

반기 시계열로 보면 개선의 방향은 분명하다. 하이테크 부문이 들어온 첫 반기인 2025년 하반기 영업손실은 55.7억원(영업이익률 -23.9%)이었는데, 2026년 상반기에는 영업이익 2.9억원으로 돌아섰다. 판매비와관리비가 2025년 하반기 71.0억원에서 2026년 상반기 23.8억원으로 줄어든 것이 컸다. 다만 분기로 쪼개면 2분기가 1분기보다 나빴다. 매출은 209.6억원에서 240.3억원으로 늘었지만 매출총이익률은 9.5%에서 2.8%로 떨어졌고, 영업이익은 9.6억원에서 -6.7억원으로 적자로 돌아섰다. 원인은 반기보고서에 따로 설명되어 있지 않다. 또한 반기 세전이익 7.4억원에는 비현금성 파생상품평가이익 32.5억원(전환사채 관련)이 들어 있어, 이를 빼면 세전 기준으로는 손실이다. 따라서 「흑자전환」은 영업이익 기준으로만 성립하며, 하반기 분기 마진이 1분기 수준(매출총이익률 9%대)으로 돌아오는지가 턴어라운드의 첫 확인 지표가 될 것으로 판단된다.

5. 신규 모멘텀과 재현성

수주 3건 중 2건 진행률 90% 이상 — 후속 수주 공시가 하반기 실적을 결정

마진노트 — 2025.10 대비 잔고 소진 / Ph2 37~68% 진행 / P5 참여는 미확인

동사의 진행 중 공사는 반기말 기준 계약총액 936.3억원, 잔고 196.5억원이다. 공사별로 보면 2025년 7월 착수한 P4 Ph4 계약(공시 계약액 406.5억원, II-4 공종 합계 406.9억원)은 진행률 97~98%로 사실상 마무리 단계이고, 2026년 2월 착수한 P4 Ph2 계약(공종 3개, 합계 314.3억원)은 진행률 37~68%로 잔고 184.5억원이 남아 있다. 즉 동사의 2026년 하반기~2027년 상반기 매출 기반은 Ph2 잔고가 대부분이다. 업계 일정상 P4 하층(Ph2)의 임시사용승인이 2026년 11월로 추진되고 있어, 이 잔고는 연내 상당 부분 소진될 가능성이 있다. 다음 물량으로 거론될 수 있는 것은 P5다. P5는 클린룸 6개 규모로 P4의 1.5배에 이르고(이코노미AC, 2025.12.29), 2026~2028년 골조·클린룸·설비 공사가 이어진다. 동사가 P4에서 두 개 페이즈를 이어 수주한 이력은 P5 설비 하도급 참여에 유리한 레퍼런스가 될 수 있다. 다만 발간일 현재 P5 관련 수주 공시는 없으며, 이 부분은 미확정 파이프라인이다. 향후 단일판매·공급계약 공시에서 P5 또는 P4 후속 공종이 확인되는지가 재현성 논거의 핵심이 될 것으로 보인다.

마진노트 — 하남 부지 엣지 데이터센터 구상 / 380억원 부지, 채무인수 222억원 / 전력 인허가 미확인

동사가 밝힌 또 하나의 신사업은 하남 엣지 데이터센터다. 동사는 경기도 하남시 풍산동 588-4번지 토지(약 3,568㎡)를 계약금액 380억원(채무인수 222.5억원 포함)에 양수하기로 하고 2026년 3월 잔금을 냈으며, 이 부지에 고밀도·GPU 워크로드용 엣지 데이터센터를 개발하겠다는 계획을 사업보고서 I-5에 적었다. 다만 이 부지는 아직 매출이 없는 자산이고, 대출금 175억원의 120%(210억원)를 매도인(쓰리문개발㈜, 동사 지분 7.55% 보유 주주)을 위해 채무보증하고 있으며, 13회 전환사채 인수인에게 2순위 우선수익권을 담보로 제공하기로 약정되어 있다. 2025년 차입원가 자본화 이자율은 16.25%였다. 수도권 데이터센터는 10MW 이상 시설이 전력계통영향평가 대상이고 전력 승인 자체가 병목으로 지적되고 있어(산업통상부 2025.05.12, 전자신문 2026.09.28), 동사 계획의 용량과 전력 확보 여부가 확인되기 전까지 이 사업은 가치 평가에 넣지 않는 것이 적절하다. 회사 측은 이 부지와 성수동 오피스(서울숲한라에코밸리 8개 호실)를 포함한 보유 부동산 매각을 유동성 확보 수단으로도 제시하고 있다(감사보고서 주석 43).

6. 밸류에이션과 리스크

PBR 0.86배는 업종 수준, 할인의 원인은 저마진·존속 리스크 — 해소 조건부로만 재평가 여지

마진노트 — 시가총액 325억원 / PBR 0.64~0.87배 / TTM PSR 0.48배 / TTM 영업손실 -52.8억원

동사의 현 시가총액 325억원은 2025년 말 자본총계(380.5억원) 기준 PBR 0.86배, 2026년 6월 말 자본총계(372.4억원) 기준 0.87배다. 6월 이후 유상증자 약 139억원(7월 제3자배정 60.0억원 + 8월 소액공모 0.19억원 + 9월 제3자배정 64.0억원 + 9월 소액공모 14.76억원, 딜사이트 2026.09 보도)을 단순 가산하면(511.4억원, 추정) PBR은 0.64배로 낮아진다. 최근 12개월(2H25+1H26) 매출 682.7억원 기준 PSR은 0.48배다. 다만 같은 기간 영업손실은 -52.8억원이어서 이익 기준 배수는 정의되지 않는다. 동종 상장사 PBR이 0.88~1.73배(표 1)에 분포하는 점을 감안하면, 동사의 PBR은 업종 대비 뚜렷하게 낮다기보다 업종 수준이고, 마진이 1/10인 점과 아래 리스크가 할인 요인으로 함께 반영된 숫자로 해석된다. 따라서 현 밸류에이션은 「전환 가치를 인정받지 못한 숫자」라기보다 「전환의 수익성과 존속 여부를 아직 확인하지 못한 숫자」에 가깝다. Ph2 이후 후속 수주로 매출 규모가 유지되고, 분기 매출총이익률이 업종 중위 수준으로 회복되며, 연체 해소로 감사인의 계속기업 문구가 사라질 경우에 한해 밸류에이션 재평가를 기대해볼 수 있을 것으로 판단된다.

마진노트 — 아래 6개 리스크는 투자 판단을 바꾸는 사안 / 방어 논거보다 사실 확인이 우선

리스크 요인

① **계속기업 불확실성과 단기 유동성.** 감사인(대주회계법인)은 2025년 감사의견과 2026년 반기 검토의견에 모두 계속기업 관련 중요한 불확실성을 기재했다. 반기말 유동부채(480.6억원)가 유동자산(239.2억원)을 241.4억원 초과하고, 현금은 13.8억원이다. 기업은행·우리은행·중소기업진흥공단 등 금융기관 차입금과 개인·법인 운영자금 대출 등 원금 69.2억원이 기한이익상실 통지 등으로 연체 상태이고, 연체이자율은 최고 9.43%다. 엠제이테크로부터 승계한 금융기관 차입금은 반기말까지 채무자 명의 변경과 채무승계 협의가 끝나지 않았고, 신용보증기금은 우리은행 차입금을 대위변제한 뒤 13.8억원의 구상채무를 청구했다. 회사는 유상증자와 부동산 매각으로 유동성을 확보하겠다고 밝혔고, 실제로 7~9월 약 139억원의 증자를 진행했다. 다만 이 증자 대금이 연체 해소와 운전자본 중 어디에 얼마 쓰였는지는 발간일 현재 공시로 확인되지 않는다.

② **상장 유지 요건과 상장폐지 경로.** 한국거래소 공시를 인용한 보도(탑스타뉴스·네이트뉴스, 2026.06.26)에 따르면 동사는 2026.06.26 시가총액 미달로 관리종목에 지정되었고, 2026.09.08과 09.15에는 시가총액 미달에 따른 상장폐지 우려 안내가 있었다(발행사 확인). 관리종목은 정해진 회복 기간 안에 해제 요건을 채우지 못하면 상장폐지 사유가 되므로, 이 항목은 동사 투자판단에서 가장 시급한 일정 리스크다. 정확한 회복 기한과 현재까지 기준 충족 일수는 한국거래소 KIND의 관리종목 지정·해제 공시로 확인할 수 있다. 금융위원회·한국거래소가 2026.05.13 승인한 개정 상장규정은 코스닥 시가총액 기준을 2026.07.01 200억원, 2027.01.01 300억원으로 올렸고, 시가총액 관리종목의 해제 요건을 「연속 45거래일 기준 충족」으로 강화했다. 2026.10.02 시가총액 325억원은 2027년 기준(300억원)을 소폭 웃돌지만, 같은 날 주가가 하루에 29.96% 오른 값이어서 기준 충족 여부는 일별 주가에 크게 좌우된다. 또한 동사는 2026.06.30 공시번복(유상증자 결정 철회)으로 불성실공시법인에 지정되었다(벌점 7.0). 보도(탑스타뉴스, 2026.06.29)에 따르면 최근 1년 누적 벌점은 12.0점이며, 실질심사 기준은 15점에서 10점으로 낮아졌다는 보도(헤럴드경제, 2026.05.13)가 있다. 현재 적용 기준과 누적 벌점은 한국거래소 KIND에서 확인할 수 있다. 이 밖에 5사업연도 연속 영업손실 요건은 2026년 연간 영업흑자 여부로 판정된다.

③ **대여금 손실과 자산 회수.** 2025년 말 대여금은 대손충당금 차감 전 397억원(총자산의 51%)이었고, 이 중 394억원에 충당금이 설정되었다. 감사인은 이를 핵심감사사항(대여금의 실재성·회수가능성)으로 지정했다. 가장 큰 건은 MXN TECHNOLOGY, INC.에 대한 1,500만달러(2024.12 대여 당시 212.9억원) 대여로, 동사는 2026.01.12 ㈜스페이시스원 지분 100%(채무자 보유 40%에 근질권, 제3자 30% 추가 담보, 동사 보유 30%)를 묶어 매각해 회수하는 절차를 진행 중이다. 회수액은 발간일 현재 확정되지 않았다. 회수에 성공하면 대손충당금 환입으로 이익과 현금이 동시에 개선될 여지가 있지만, 매각가와 시점은 불확실하다.

④ **엠제이테크 인수 구조와 영업권.** 동사는 2025.06.09 엠제이테크를 75억원(현금 10억원 + 65억원 영구전환사채)에 인수했는데, 취득일 식별가능 순자산 공정가치는 -84.5억원이었고 영업권 159.5억원이 인식되었다(사업보고서 주석 40). 매도인 정재영 씨는 인수 직후 2025.06.27 동사 각자대표이사로 선임되었고, 65억원 영구전환사채의 보유자(주요경영진 채무 65억원, 주석 특수관계자)이기도 하다. 영업권은 반기말 156.6억원(무형자산 합계 157.5억원)으로 자산총계의 18.2%이며, 하이테크 부문의 이익이 낮게 유지되면 손상검사에서 추가 손실로 이어질 수 있다. 엠제이테크 지점의 체납세금 납부기한 연장을 위해 자기전환사채(5억원)를 담보로 제공한 사실도 반기보고서에 기재되어 있다.

⑤ **고객 집중·저마진·수주 공백.** 반기 매출의 95.0%가 단일 고객에서 나왔고, 영업이익률은 0.6%, 2분기 매출총이익률은 2.8%다. 수주잔고 196.5억원은 반기 매출의 44% 수준이어서, 후속 수주가 늦어지면 2027년 상반기 이후 매출이 급감하는 공백이 생길 수 있다. 하도급 단계에서는 원청과의 단가 협상력이 제한적이다. 2026.08.11 시행된 개정 하도급법으로 하도급대금 지급보증이 사실상 의무화되어 대금 회수 위험은 낮아지는 방향이지만(공정거래위원회 2026.07.28 발표, 보도 기준), 마진을 개선하는 제도는 아니다.

⑥ **희석·지배구조·자금조달 신뢰도.** 2023년 이후 대표이사가 10차례 이상 바뀌었고, 사외이사·감사의 일신상 사임이 반복되었다. 외부감사인은 3년간 매년 교체되었다(한영 → 삼덕 → 대주). 최대주주는 2026.07.14 법인격이 없는 투자조합(뉴퍼시픽투자조합, 업무집행조합원은 2026.06.26 선임된 사내이사로 보도 — 블로터, 2026.07)으로 바뀌었고, 9월 880원 유상증자는 계획(80억원)의 약 80%인 64.0억원만 납입되었다(정정 유상증자결정 공시, 2026.09.02). 일반 투자자 대상 소액공모는 8월 청약률이 0.85%(청약결과 공시, 2026.08.05), 9월은 70.99%(토큰포스트, 2026.09)였다. 반기말 미상환 전환사채는 11회 15억원(주석 20 기준, 미상환 전환사채 발행현황 표에는 10억원으로 기재되어 차이; 전환가 6,155원), 13회 75억원(3,635원), 12회 영구CB 잔여 55억원(10,780원)이며, 시가하락 시 전환가 조정(리픽싱) 조항이 있어 실제 희석 주식수는 전환 시점 주가에 따라 커질 수 있다. 동사가 보유한 자기전환사채(11회 잔액 30억원)는 재매각 여부가 이사회 결의 사항으로 남아 있다.

마진노트 — 확인할 숫자 4개 — 연체 해소 / 3Q26 매출총이익률 / 후속 수주 공시 / 대여금 회수액

정리하면, 동사는 반도체 팹 설비 시공사로의 전환을 실행했고 첫 반기 영업흑자로 그 방향을 숫자로 보여 줬다. 그러나 전환의 대가로 늘어난 운전자본 부담, 과거 투자(대여금·인수)의 손실, 상장 유지 요건이 한꺼번에 겹쳐 있다. 다음 분기보고서에서 ① 연체 차입금 잔액, ② 3분기 매출총이익률, ③ P4 후속 또는 P5 수주 공시, ④ 스페이시스원 지분 매각을 통한 대여금 회수액을 확인할 필요가 있다. 네 가지 중 둘 이상이 개선된다면 전환 스토리가 재무 정상화로 이어지는 신호로 해석할 수 있고, 그 시점이 동사를 다시 주목해야 할 때라고 판단된다.

실적 및 재무제표

2023·2025·1H26 개별, 2024 연결 · 억원

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
매출액	46.5	47.4	240.0	449.9
매출원가	40.3	38.2	221.6	423.3
(매출원가율(%))	86.6	80.6	92.3	94.1
매출총이익	6.2	9.2	18.4	26.6
(매출총이익률(%))	13.4	19.4	7.7	5.9
판매비와 관리비	121.9	110.0	77.5	23.8
영업이익	-115.7	-100.8	-59.1	2.9
(영업이익률(%))	-248.9	-212.5	-24.6	0.6
EBITDA	-105.3	-95.6	-51.7	10.5
(EBITDA 마진율(%))	-226.5	-201.7	-21.5	2.3
영업외손익	-36.6	-58.3	-163.0	4.5
(투자손익)	-9.4	-62.5	-17.8	-17.5
(금융수익)	41.3	43.7	25.6	37.0
(금융비용)	0.2	3.4	21.5	7.8
(기타)	-68.3	-36.1	-149.3	-7.1
법인세차감전순손익	-152.3	-159.1	-222.1	7.4
(세전이익률(%))	-327.7	-335.3	-92.5	1.6
(법인세비용)	0.6	0.0	0.0	0.4
(법인세율(%))	N/A	N/A	N/A	5.3
계속사업손익	-152.9	-159.1	-222.1	7.0
중단사업손익	0.0	-20.0	-2.0	-14.9
당기순이익	-152.9	-179.1	-224.1	-7.9
(당기순이익률(%))	-329.0	-377.5	-93.3	-1.8
지배지분순이익	-152.9	-169.3	-223.1	-7.9
(지배순이익률(%))	-329.0	-356.8	-92.9	-1.8
비지배지분순이익	0.0	-9.8	-1.0	0.0
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0
포괄순이익	-152.9	-179.1	-224.1	-7.9

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
유동자산	369.3	271.2	186.5	239.2
(현금 및 현금성자산)	117.2	40.1	11.2	13.8
(매출채권 및 기타채권)	5.4	3.5	73.6	54.3
(재고자산)	7.5	7.7	2.4	0.0
(기타유동자산)	239.2	219.9	99.3	171.1
비유동자산	82.8	310.2	588.8	620.2
(유형자산)	0.0	0.0	4.7	3.4
(관계기업투자금)	19.1	24.6	7.5	0.0
(기타금융자산)	5.0	14.3	23.7	47.8
(기타비유동자산)	58.7	271.3	552.9	569.0
자산총계	452.1	581.4	775.3	859.4
유동부채	32.0	122.6	347.0	480.6
(매입채무 및 기타채무)	20.8	19.8	217.1	239.4
(단기차입금)	0.0	26.7	44.7	52.5
(유동성채무)	0.0	43.5	40.7	83.0
(기타유동부채)	11.2	32.6	44.5	105.7
비유동부채	1.7	8.6	47.9	6.4
(사채)	0.0	0.0	0.0	0.0
(장기차입금)	0.0	0.0	38.7	0.0
부채총계	33.7	131.2	394.9	486.9
지배지분	418.4	454.6	380.5	372.4
(자본금)	129.1	176.0	232.4	46.5
(자본잉여금)	464.0	576.9	651.8	651.8
(이익잉여금)	-143.9	-313.2	-537.9	-359.9
(기타자본변동)	-30.8	15.0	34.2	34.1
비지배지분	0.0	-4.4	0.0	0.0
자본총계	418.4	450.2	380.5	372.4
총차입금	1.6	80.0	139.2	150.2

* 유동성채무 = 유동성장기차입금 + 유동 전환사채. 2024·2025 비유동 기타는 리스부채 등. 총차입금은 리스부채를 포함합니다.

* 2025·1H26 기타유동자산에는 계약자산(51.5·142.5억원)이, 기타비유동자산에는 투자부동산(379.4·396.3억원)과 영업권 등 무형자산(157.6·157.5억원)이 들어 있습니다.

* 기타자본변동에는 신종자본증권(12회 영구전환사채 65억원)이 포함되어 있습니다.

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
영업활동 현금흐름	4.9	-95.8	-91.1	-33.1
당기순이익	-152.9	-179.1	-224.1	-7.9
비현금항목의 가감	52.2	78.9	171.2	-0.5
(감가상각비)	10.4	5.2	7.4	7.7
(외환손익)	-1.7	-15.0	2.4	0.0
(지분법평가손익)	5.2	61.2	17.1	7.5
(기타)	38.3	27.5	144.3	-15.7
영업활동 자산부채변동	16.6	-5.4	-33.9	-22.0
기타 현금흐름	89.0	9.9	-4.4	-2.6
투자활동 현금흐름	66.4	-153.9	26.0	-17.6
투자자산 감소(증가)	66.9	-149.5	39.9	-17.6
유형자산 처분(취득)	-0.5	-4.4	-1.0	0.0
기타	0.0	0.0	-12.9	0.0
재무활동 현금흐름	-4.7	172.4	36.2	53.2
단기차입금의 증가(감소)	0.0	27.1	-7.5	-7.4
단기사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0
장기사채	0.0	-10.0	10.1	66.3
배당금의 지급	0.0	0.0	-1.7	0.0
기타	-4.7	155.4	35.3	-5.7
현금의 증감	66.4	-77.1	-28.9	2.6
NOPLAT	-115.7	-100.8	-59.1	2.9
FCF	4.3	-194.8	-104.5	-50.7

* 장기사채 = 전환사채 발행 – 상환. 2025 기타는 유상증자 41.8억원·리스 상환 등, 2024 기타는 유상증자 159.7억원 등입니다. 2025 배당금의 지급 1.7억원은 신종자본증권 이자입니다(보통주 배당 없음).

* FCF = 영업활동현금흐름 – 유형·무형자산·투자부동산 취득. NOPLAT은 법인세 0 가정(손실 연도)으로 영업이익과 같습니다. 1H26은 반기값입니다.

* 기타 현금흐름 = 이자·법인세 수취·지급. 1H26 영업활동 현금흐름 구성항목의 합은 반올림으로 0.1억원 차이가 납니다. 2023은 법인세 환급 41.4억원·이자수취 47.6억원이 포함됩니다.

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
[주당지표]				
EPS(원)	-2,980	-2,765	-2,860	-86
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
BPS(원)	8,100	6,458	4,093	4,006
PBR(배)	-	-	-	-
EBITDA/Share(원)	-2,039	-1,358	-556	113
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-
SPS(원)	900	673	2,582	4,839
PSR(배)	-	-	-	0.48
CFPS(원)	95	-1,361	-980	-356
DPS(원)	0	0	0	0
성장성(%, YoY)				
매출액 증가율	-	1.9	406.3	6,131.6
영업이익 증가율	-	적지	적지	흑전
순이익 증가율	-	적지	적지	적지
EPS 증가율	-	적지	적지	적지
수익성(%)				
ROIC	N/A	N/A	N/A	-
ROA	-	-34.7	-33.0	-1.0
ROE	-30.9	-38.8	-53.4	-2.1
안정성(%)				
유동비율	1,154.4	221.2	53.7	49.8
부채비율	8.1	29.2	103.8	130.7
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	0.85

출처: 전자공시 DART(사업보고서·반기보고서), 독립리서치 R

* 주당지표는 5:1 병합을 소급 반영한 기말 발행주식수(2023 5,165,272주 / 2024 7,038,823주 / 2025 9,296,522주 / 1H26 9,296,521주) 기준이며, EPS만 가중평균주식수 기준 공시치(병합 소급)입니다. 1H26 값은 반기 누계로 연율화하지 않았습니다.

* 1H26 매출액 증가율은 1H25 대비(사업 구성 변경으로 비교 의미 제한). 이자보상배율 = 영업이익 ÷ 현금 이자지급. ROA·ROE는 평균잔액 기준. 영업손실 연도의 ROIC는 N/A로 표기했습니다.

기업가치 제고 진단

D1. 자본비용(COE)과 Equity Spread

* 원천: `valueup-benchmark-diagnosis` v2.1 / 진단일 2026.10.04

자본비용(COE) 산출

Rf	4.006%	국고채 수익률, 발행사 산출 상수 기준일 2026.09.23
β	0.3723	RaymondsIndex, KSIC 47 산업 중위 베타*, 21사
ERP	7.0%	발행사 산출 상수
COE	**약 6.6%**	**Rf + β × ERP**
[대비]	5.60%	공개 출처 조합: Rf 3.788%(금융투자협회 2026.08.28) · ERP 4.87%(Damodaran 한국 2026.01.05)
[대비]	9.0%	백서 산업재 업종 도출 COE

* 소형주 특성상 개별 베타 대신 산업 중위 베타를 적용했습니다. 개별 베타는 0.097(R^2 0.001)로 설명력이 없습니다. 다만 이 산업 중위 베타는 업종 분류(KSIC 47 소매)가 옛 사업 기준으로 남아 있는 상태의 값이어서, 현재 사업(반도체 팹 설비 공사)의 체계적 위험을 과소 반영했을 수 있습니다.

* † ERP는 관측치가 아니라 채택한 방법론의 결과입니다.

* ERP는 미국 성숙시장 프리미엄에 국가위험프리미엄을 얹은 **달러 기준** 값이고 Rf는 **원화** 국고채입니다. 한·미 기대 인플레이션 차이만큼 COE가 한쪽으로 치우칩니다.

* 대비값의 세 입력은 기준일이 다릅니다 — ERP 2026.01.05 · Rf 2026.08.28 · β 2026.09.

* COE 6.61%의 Rf·ERP·β는 발행사 확인 값입니다(2026.10.04). 5.60%는 공개 출처 조합에 의한 대비값입니다.

Equity Spread (ROE − COE)

연도	ROE	COE 6.61%	COE 5.60% (대비)	COE 9.0% (대비)	판정
2023	-30.90%	-37.51%p	-36.50%p	-39.90%p	🔴
2024	-38.79%	-45.40%p	-44.39%p	-47.79%p	🔴
2025	-53.43%	-60.04%p	-59.03%p	-62.43%p	🔴
1H26 ×2 (단순 연환산, 참고)	-4.20%	-10.81%p	-9.80%p	-13.20%p	참고

→ 3개년 모두 Spread가 음(−)이며 교차점은 없습니다. 2026년 상반기 손실 축소로 폭은 크게 줄었지만, 연환산 기준으로도 COE에 미달합니다.

* ROE는 지배주주순이익 ÷ 평균 지배지분. 진단 규칙상 당기순손실이면 Equity Spread는 자동으로 자본비용 미달이며, 배당성향·주주환원율은 산출불가입니다. 1H26 ×2는 가정값이며 판정 근거가 아닙니다.

결론: 동사가 Spread를 양(+)으로 돌리려면 레버리지가 아니라 **순이익률(매출총이익률 회복과 영업외 손실 정리)**이 먼저 개선되어야 합니다.

D2. ROE 3분해 (2025년, 평균잔액 기준)

ROE 3분해 (2025년, 평균잔액 기준)

ROE (2025)	=	순이익률	×	자산회전율	×	재무레버리지
−53.4%		**−92.9%**		**35.4%**		**162.5%**
지배주주순이익 · 평균 지배지분		개선고려		개선고려		유지

자료: 자체 계산, R-Advisory by KONNECT

- 순이익률은 영업손실(-59.1억원)보다 영업외 손실(대여금 대손 147.1억원 등 -163.0억원)이 더 컸습니다. 1H26 순이익률은 -1.8%로 개선되었습니다.
- 자산회전율은 1H26 연환산 기준 약 110%로 높아졌지만, 자산의 64%가 매출을 만들지 않는 투자부동산(396억원)·영업권 등 무형자산(158억원)입니다.
- 재무레버리지는 부채비율 130.7%(1H26)로 이미 높고, 연체 차입금이 있어 더 올릴 수 없는 구조입니다. ROE 개선은 마진 회복과 비영업자산 정리에서 나와야 합니다.

D3. 업종 벤치마크 대비 신호등 — 산업재

* 원천: valueup-benchmark-diagnosis v2.1 / 벤치마크 2026 한국거래소 기업가치 제고 프로그램 백서(2026.08.03 정리본, 산업재 모집단 41개사) / 실적선 2025년 값
* ※ 목표선은 기업가치 제고 계획 공시기업의 약속치로 만든 외부 기준선이며, 동사가 선언한 목표가 아닙니다.

지표	동사	실적선(2025)	업종 목표선(산업재)	판정	산식 / 각주
ROE	-53.43%	5.8%	14.2%	🔴 위험	지배주주순이익 ÷ 평균 지배지분 · 3개년 평균 -41.0%
PBR	0.86배	1.1	1.6	🔴 위험	시가총액 325.4 ÷ FY25 지배지분 380.5 · 업종 목표 범위 0.6~3.0배 · 대안: 1H26 지분 0.874배 / 증자 약 139억원 가산(511.4, 가정) 0.636배 → 어느 분모든 🔴
COE	(−62.48%)	—	9.0%	⚪ 참고	내재 COE(ROE÷PBR, g=0 가정)로 표시됨 · 판정 근거 아님 · CAPM 병기 6.61%
Equity Spread	−60.04%p	0	0	🔴 위험	판정 COE = CAPM 6.61% · 5.60% 기준 −59.03%p
배당성향	산출불가	37.4% (코스닥 시장)	35%	⚪ 산출불가	순손실(분모 음수) · 보통주 배당 0
주주환원율	산출불가	37.4% (시장 배당성향 대용 ⚠)	39%	⚪ 산출불가	순손실 · 배당 0, 자사주 매입·소각 0건 · ⚠ 실적선은 대용치이므로 판정 근거로 쓰지 않음
배당수익률	0.0%	—	—	⚪ 참고	백서 벤치마크 없음
TSR(1년)	산출불가	—	25%	⚪ 산출불가	1년 전 수정주가 미확보
매출액 CAGR	127.18%	—	—	⚪ 참고	FY23 46.5 → FY25 240.0 (2년)
영업이익 CAGR	산출불가	—	—	⚪ 산출불가	기초·기말 음수
영업이익률	−24.62% (FY25)	—	—	⚪ 참고	1H26 +0.64% · 백서 수치표 없음

종합판정: 🔴 **위험** (순손실 진단 규칙 적용) · 판정분포 위험 3 / 주의 0 / 양호 0 / 산출불가 4 / 참고 4
목표 PBR 상한 = 업종 목표 ROE 14.2% ÷ 업종 도출 COE 9.0% = **1.58배** — 현 PBR 0.86배는 상한과 실적선(1.1배) 모두에 못 미칩니다. ROE가 음수인 상태에서 PBR 목표를 세우는 것은 의미가 없으며, 앵커는 흑자전환과 장기 ROE 14.2%입니다.

* 업종 분류 불일치: 거래소 업종 분류는 KSIC 479(무점포소매)·GICS 자유소비재이나, 2026년 상반기 매출의 97%가 반도체 팹 기계설비 공사이므로 본 진단은 산업재를 적용했습니다.
* β 0.3723은 KSIC 47(소매) 산업 중위값이라 분류 불일치의 영향을 받았을 수 있습니다.
* 신종자본증권 이자 1.65억원은 보통주 배당이 아니므로 배당 0으로 처리했습니다.
* 시가총액의 주식수(2026.10.02)는 6월 이후 증자분을 포함해 PBR 분모와 시점이 맞지 않으므로 대안 PBR을 병기했습니다.
* 코스닥 시장 기준선은 ROE 1.5%·PBR 1.8배로, 밸류에이션이 현재 자본수익성보다 미래 기대에 얹혀 있는 구조입니다. 동사가 흑자 구조를 입증하면 재평가 여력이 있지만, 기대가 꺾이는 국면에서는 방어 논리가 약합니다.

D4. 주주환원 설계 유형

주주환원 설계 유형

누적 FCF ÷ 누적 순이익	(−295.0) ÷ (−556.1) → 정의 불가 (누적 순이익 음수)
권고 유형	**③ 재무성과 조건부(Trigger)형**
권고 산식	「연간 영업흑자 및 연체 차입금 전액 해소 이후 배당정책 수립」처럼 조건과 시점을 확정하는 방식
목표 레인지(진단)	중기 3년 · 장기 목표 ROE 14.2% · 목표 주주환원율 39%(배당성향 35%) · FCF 커버 산출불가

* 진단이 산식으로 낸 중기 목표 ROE(−19.6%)는 음수라 목표로서 의미가 없어 인용하지 않습니다.
* 자사주: 보유 39,040주(0.16%) — 2026.03.06 시행 개정 상법에 따라 법정 기한 내 소각 대상이며, 회사는 2027년 정기주주총회에 자기주식보유처분계획 승인 안건 상정을 추진하고, 미승인 시 소각할 예정이라고 밝혔습니다(반기보고서 자기주식보고서). 신규 취득 계획은 없습니다.

D5. KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단

* 공시 이력 확인: **D 미확인** (확인일 2026-10-04)
* 채점 원천: 사업보고서·반기보고서
* 기업가치 제고 계획 공시 여부는 확인되지 않았습니다.

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	—	계획 공시 미확인
②	자본비용(COE) 등 분석	—	〃
③	중장기 계량적 목표설정	—	〃
④	종합적 분석을 통한 목표설정	—	〃
⑤	구체적·합리적 계획수립	—	〃
⑥	임직원 인센티브 연계	—	〃
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	—	〃
⑧	이행평가 결과 반영	—	〃
⑨	경영진 소통 참여	△	IR 기록 확인되지 않음, 2023~2026 대표이사 10회 이상 교체
⑩	적극적인 소통정책	△	IR 활동 확인되지 않음, 불성실공시법인 지정
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	△	영문공시 없음
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	△	감사위원회 없이 상근감사 체제, 사외이사 잦은 사임, 기업지배구조보고서 비의무

* 채점 기호: ● 충실 / ◐ 부분 / △ 미충족 / — 채점 제외. 점수 0/8(응답 4/12). 1~8번이 미공시로 확인되면 0/24입니다.

노려볼 항목: ② **자본비용(COE) 분석** — 전체 우수사례 1건, 코스닥 선정 0건으로 가장 희소하며, 재무데이터만으로 바로 작성할 수 있습니다. 차순위는 ⑪ 영문공시(코스닥 선정 0건)입니다. 다만 동사의 현재 우선순위는 밸류업 공시보다 ⑫ 지배구조 안정(이사회·감사인의 연속성)이 먼저일 것으로 판단됩니다.

D9 이행평가: 공시 여부가 확인되지 않아 이행평가를 작성하지 않았습니다.

D6. 레이먼인덱스 포지셔닝 — KOSDAQ × KSIC 47 상위 10% 대비

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · 5대 지수 · FY2025

R-계보 FY2025 값(발행사 확인 2026.10.04). CEI·CGI·RII·MAI는 0~100점, WP는 0~1 척도(막대는 WP×100)이며 WP는 높을수록 위험하다. 벤치마크 그룹은 KOSDAQ × KSIC 47(n=21)이다.

WP 악화위험도	**0.7655**	CRITICAL · 업종 백분위 95.2%. **고위험 집단 평균(T 0.435) 보다 높다.**
CEI 자본효율	**42.3**	🟡 주의 — 0.7μ(40.95) 경계 근접. FY24 대비 **+18.2**.
CGI 현금거버넌스	**24.7**	🔴 위험 — **업종 백분위 4.8%**. 조달 자금이 비영업자산으로 간 구조.
RII 재투자강도	**48.8**	🟡 주의 — 그룹 평균(50.4) 바로 아래, FY24 대비 −3.9.
MAI 시장적응	**57.0**	🟡 주의 — FY24 83.5(T 초과)에서 **−26.5 급락**.

자료: RaymondsIndex(발행사 확인), raymonds-index-benchmark-review(벤치마크 기준일 2026.07.06), R-Advisory

* 지수값 원천: RaymondsIndex R-계보 (FY2025, 발행사 확인 2026.10.04)
* 판정 원천: `raymonds-index-benchmark-review` / 벤치마크 기준일 2026.07.06 (그룹 n=21)

위험 축 (낮을수록 우량)

지표	값	그룹 전체평균 μ	상위10% T	판정
관계형리스크	0.9091 (0~1 척도) · CRITICAL	22.41 (KOSDAQ, 0~100 척도)	50.46	⚪ 판정 보류(척도 불일치)
WP 악화위험도	0.7655 · CRITICAL	0.112	0.435	🔴 위험

품질 축 (높을수록 우량)

지표	값	그룹 전체평균 μ	상위10% T	판정	추세 FY24→FY25
CEI 자본효율	42.3	58.5	85.7	🟡 주의 (🔴 경계 근접, 0.7μ=40.95)	↑ +18.2
CGI 현금거버넌스	24.7	49.3	65.2	🔴 위험 (0.7μ=34.51 미만)	→ +1.3
RII 재투자강도	48.8	50.4	77.7	🟡 주의	↓ −3.9
MAI 시장적응·모멘텀정합	57.0	60.8	82.7	🟡 주의	↓ −26.5
종합	38.79 / B-	—	—	벤치마크 없음	↑ +3.05

4분면 판정: ④ 회피 (위험 높음 × 품질 미흡)
위험 축이 먼저 깨져 있습니다. WP 0.7655는 업종 백분위 95.2%로, 그룹의 고위험 집단 평균(T 0.435)보다도 높습니다. 관계형리스크도 업종 백분위 95.2%(참고)로, 2026년 1분기에만 전환사채 발행 4건·최대주주 변경 5건이 집계되었습니다. 품질 축에서는 CGI(현금거버넌스)가 업종 백분위 4.8%로 최하위권인데, 이는 D2에서 본 「조달 자금이 매출을 만들지 않는 자산(대여금·부동산·영업권)으로 간 구조」와 같은 병목을 가리킵니다. **개선 방향**: 사모 CB 신규 발행과 최대주주 변경을 최소 2개 분기 연속 0건으로 유지하고, 조달자금 사용계획의 이행을 공시하는 것이 1순위입니다.

* 업종 분류 불일치: 벤치마크 그룹(KSIC 47 소매)은 옛 사업 기준이며, 현재 사업(KSIC 42 성격)의 KOSDAQ 벤치마크는 없습니다.
* 표본: n=21로 최소 기준(20)을 겨우 넘으며, T는 3개사 평균이라 1개사 변동에도 크게 움직입니다.
* 관계형리스크는 제공 척도(0~1)와 벤치마크 척도(0~100)가 달라 환산하지 않고 판정을 보류했습니다.
* 산식 계보: FY2023은 구 계보(v2.1 추정), FY2024~2025는 재산출 계보(v3.1 추정)로 보아 추세는 FY2024→FY2025 구간에서만 서술했습니다. FY2023(종합 25.49 / C+)은 참고값입니다.
* 지표별 표본은 18~21사이며, 20사 미만인 지표는 원칙상 산업 벤치마크 대조 대상이 아닙니다. 벤치마크 기준일(2026.07.06)로부터 약 1분기가 지났습니다.
* 사건 집계 중 「임시주총 분쟁」 2건은 사외이사 신고의 오분류로 확인되어 제외했습니다.
* 특별규칙(자본배분 위반)은 입력 부족으로 판정하지 못했습니다(미발동 확정 아님).
* ※ WP는 0~1 척도, CEI·CGI·RII·MAI는 0~100 척도입니다.

D8. 재무건전성 신호등

* 원천: `financial-benchmark-review` (일반 기준선 — 신평 3사 공개 방법론 요약) / 진단일 2026.10.04
* **D3(기업가치 제고 관점)과 기준이 다릅니다.**

지표	FY23	FY24(연결)	FY25	1H26	🟢 / 🟡 / 🔴	추세	판정
부채비율	8.1%	29.1%	103.8%	130.7%	≤100 / 100~200 / >200	↑↑ 3기 연속 악화	🟡 (영구CB 65억 부채 재분류 시 179.5%)
차입금의존도	0.4%	13.8%	18.0%	17.5%	≤30 / 30~45 / >45	↑ 후 →	🟢 수준, 추세 악화로 🟡 (영구CB 포함 시 25.0%)
순차입금(억원)	−115.6	39.9	128.0	136.4	순현금 / 양수·안정 / 급증	↑↑ 순현금→순차입	🔴
EBITDA(억원)	−105.3	−95.6	−51.7	10.6(반기)	양수·성장 / 정체 / 음수	↑ 개선	🔴(FY23~25), 1H26 🟡(규모 미미, 사용권상각 5.54억이
순차입금/EBITDA	산출불능	산출불능	산출불능	12.9배(반기)	≤2 / 2~3.5 / >3.5	n/a	🔴 (반기 EBITDA 기준이라 연간과 직접 비교 불가)
EBITDA/이자(현금이자)	산출불능	산출불능	산출불능	3.1배	≥5 / 3~5 / <3	n/a	🟡 (금융원가 분모 시 1.4배 🔴)
현금/단기성차입	산출불가	산출불가	산출불가	산출불가	≥1 / 0.5~1 / <0.5	n/a	산출불가 (참고: 현금/총차입 73.3 / 0.50 / 0.08 / 0.09배)
유동비율	1,154%	221%	53.8%	49.8%	≥150 / 100~150 / <100	↓↓ 3기 연속 악화	🔴
현금 버틤개월	OCF 양(+)	5.0개월	1.5개월	2.5개월	폴백 지표	↓	🔴 (월 소진 8.0 / 7.6 / 5.5억원)
CB/BW 잔액	산출불가	산출불가	산출불가	산출불가	없음 / 소액 / 대량	n/a	산출불가 (진단 입력 미제공. 참고: 섹션 6 ⑥)
매출총이익률	13.3%	19.4%	7.7%	5.9%	(참고)	↓	(참고)
영업이익률	−248.8%	−212.7%	−24.6%	0.6%	≥8 / 0~8 / 적자	↑ 개선	🟡
EBITDA마진	−226.5%	−201.7%	−21.5%	2.4%	≥12 / 5~12 / <5	↑ 개선	🔴
ROE	−36.5%	−37.2%	−58.6%	−2.1%(반기)	≥10 / 0~10 / 적자	FY25 저점 후 개선	🔴
OCF(억원)	4.9	−95.8	−91.1	−33.1	지속 양 / 변동 / 지속 음	3기 연속 음(–)	🔴
FCF	산출불가	산출불가	산출불가	산출불가	지속 양 / 일시 음 / 구조적 음	n/a	산출불가 (진단 입력 미제공. 참고: 현금흐름표 FCF 4.3 / -
OCF/영업이익	무의미	무의미	무의미	−11.4배	≥0.8 / 0.5~0.8 / <0.5	n/a	🔴
매출 성장률	—	+1.9%	+406.3%	반기 449.9억	산업 대비(기준 없음)	↑↑	참고 (CAGR FY23→25 127.2%)
영업이익 증감(억원)	—	+14.9	+41.7	흑자전환(반기)	—	↑	참고

회계 품질 플래그

회계 품질 플래그

✔	**F1 미분해 영업외손익**	4기 전부 탐지 FY25 대여금 대손 147.1·손상 35.1 / 1H26 파생평가이익 +32.5
✔	**F2 손실+법인세비용**	FY23 탐지 (세전 −152.3에 법인세 +0.6)
✔	**F3 금융원가·현금이자 괴리**	FY24·FY25·1H26 탐지 (2.27 / 3.26 / 2.29배)
☐	F4 매출채권 역행	미탐지 단, 매출채권+계약자산 125.1 → 196.8억원
✔	**F5 흑자인데 OCF 음(−)**	1H26 탐지 (영업이익 +2.9 vs OCF −33.1)
☐	F6 손상 미인식 의심	미탐지 / 점검불가 (유형자산 장부가 입력 부족)
✔	**EBITDA ≤ 0 (FY23~25)**	커버리지 산출불능 → 유동성 축으로 전환

✔ 검출 — 플래그 4개 탐지, 회계 심층 검토(accounting-quality-review) 연계 권장 ☐ 미검출

자료: financial-benchmark-review, R-Advisory by KONNECT

* ROE는 이 진단의 산식상 기말 지배지분 기준이라 D1·D3(평균잔액)과 값이 다릅니다.
* 이자비용 분모는 현금흐름표의 이자지급(현금) 기준입니다. 금융원가와의 갭: FY24 1.9억, FY25 14.9억, 1H26 4.4억원.
* 중단영업손익(FY24 −20.0 / FY25 −2.0 / 1H26 −14.9억원)이 있습니다. 계속영업순이익은 −152.9 / −159.1 / −222.1 / +7.0억원입니다.
* FY2024만 연결 기준이라 추세에 불연속이 있습니다. 1H26 세전이익 +7.4억원에서 비현금 파생상품평가이익 32.5억원을 빼면 약 −25.1억원입니다.
* 계속기업 불확실성(FY25 감사의견·1H26 검토의견), 차입금 연체 69.2억원, 상거래채무 지급 지연, 압류가 있어 비율 판정과 관계없이 유동성 🔴가 최우선입니다.
* 업종 보정: 건설 전문공사업 전용 기준이 없어 일반 기준선(제조 통념선, 영업이익률 8% 등)을 적용했습니다. 업종·규모별 편차가 있으므로 이 판정표만으로 투자·신용 판단을 내려서는 안 됩니다. 등급 밴드 매핑은 산출하지 않았습니다.
* 진단 입력에서 빠진 항목: 단기성차입 분리값, CAPEX, 매입채무, 금융수익, CB 상세, 유형자산 장부가, 5개년 시계열.
* D8 일부 비율(FY23 영업이익률 −248.8%, FY24 부채비율 29.1%·영업이익률 −212.7%, FY25 유동비율 53.8%, 1H26 EBITDA 10.6억원)은 반올림된 입력으로 계산되어 재무제표 표(−248.9%·29.2%·−212.5%·53.7%·10.5억원)와 끝자리가 다릅니다.
* 🔴 판정이 2개 이상이므로 본문 섹션 6에 리스크 문단을 실었습니다.

Compliance Notice

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자인 박재준을 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

▪ 본 자료는 당사 저작물로서 모든 지식재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제·전송·배포할 수 없습니다.

[발행사 정보]

독립리서치 R
대표애널리스트 박재준
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net

[투자의견 (변동)내역]

일시	2026.10.04
투자의견	Not rated
목표가격	-

[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, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[증권사별 보고서 발간 횟수] 기준일: 2026.10.03

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

* 증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다.

본 리포트는 투자의견을 제시하지 않습니다(Not Rated).

R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

기업위험진단서 — 엑시온그룹

069920 · KOSDAQ · 개인투자자용 1판

원금이 줄어들 수 있는 경로와 그것을 어디서 확인하는지만 적은 문서

- **여기부터는 다른 문서입니다.** 앞부분은 이 회사가 무엇을 하는 회사이고 왜 그렇게 값이 매겨졌는지를 다룹니다. 여기부터는 **반대쪽만** 봅니다
- **투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않고, 사거나 팔 시점도 말하지 않습니다.** 편입·보유·처분 여부와 보유 규모에 대한 판단이나 그 기준선도 제시하지 않습니다

앞과 무엇이 다른가

어법이 다릅니다: 앞부분은 투자리포트의 어법으로, 여기부터는 위험진단서의 어법으로 적혀 있습니다(지수 이름도 뒤편에서는 R-Index로 적습니다). **결함이 아니라 구조입니다.**

PBR을 읽는 법이 다릅니다: 앞부분의 PBR·저PBR 진단은 시장이 이 회사를 어떻게 값매겼는지의 기록이고, 뒤편의 「오해하기 쉬운 것들」은 그 배수만으로 판단할 수 없는 이유를 적은 것입니다.

손실 경로 다섯: 사라진다(A) 미흡 · 물량이 쏟아진다(B) 주의 · 흘러내린다(C) 주의 · 돈이 막힌다(D) 미흡 · 희석(E) 미흡. 신호는 등급이 아닙니다.

이 문서는 사라고도, 팔라고도 하지 않습니다. 판단은 읽는 분이 하십니다.

▶ 두 부분의 기준일

Part 1 발간	2026.10.04
Part 2 발간	2026.10.09
시장 데이터	2026.10.02 종가 1,349원 (두 부분 동일)
재무	2026.06.30 반기 검토 2025.12.31 감사

▶ 신호 네 단계

미흡	확인된 범위에서 기준에 미치지 못함
주의	기준 안이나 방향·구조에 유의할 점이 있음
양호	확인한 범위에서 해당 사유가 나오지 않음
판정 불가	판단에 필요한 자료가 확보되지 않음

「판정 불가」는 위험이 없다는 뜻이 아닙니다. 「발견되지 않음」은 확인 범위 안에서 사유가 나오지 않았다는 뜻으로 「양호」와 다릅니다

▶ 확인되지 않은 것의 네 표기

공시에서 확인되지 않음	공시를 봤으나 그 항목이 없음
내부확인 필요	회사 내부 자료가 있어야 판단 가능
확인 필요	조회하면 확인되나 이번 판에 조회하지 못함
미확인	표 셀에서 짧게 줄인 표기

먼저 볼 것

표 1. 원금이 줄어드는 다섯 경로 — 신호가 나쁜 순서, 같은 신호 안에서는 상장 자체가 걸린 순서

경로	신호	지금 어디쯤인가
A. 사라진다	미흡	관리종목 지정 보도(원문 확인 필요). 2027년 1월 시행 예정 기준(시가총액 300억원)에는 주가가 7.8% 내려가면 닿습니다
D. 돈이 막힌다	미흡	1년 안에 갚으라고 할 수 있는 돈 193.8억원 중 6월 말 확인된 현금은 13.8억원입니다. 7~9월 증자 약 139억원의 사용처는 아직 공시되지 않았습니다
E. 희석	미흡	6월 말 이후 주식수가 2.6배가 되었습니다(930만주 → 2,412만주)
B. 물량이 쏟아진다	주의	최대주주 지분 50.9%는 최근 3개월 하루 평균 거래대금(10.02 종가 기준)의 21.0일치입니다
C. 흘러내린다	주의	남은 공사 물량이 반기 매출의 43.7%이고, 매출의 95.0%가 한 고객입니다

* 신호는 네 단계입니다 — 미흡 · 주의 · 양호 · 판정 불가. 「양호」는 「안전」이 아니고, 「판정 불가」는 「양호」가 아닙니다.

표 2. 날짜가 정해진 가장 가까운 사건 셋

시점	무슨 일	경로
2026.11.13	11회 전환사채(CB) 보유자가 원금 상환을 청구할 수 있게 되고, 주식 전환도 시작됩니다	D · E
2026.11 중순	3분기보고서 제출 — 7~9월 증자 대금으로 밀린 빚을 갚았는지가 드러납니다	C · D
2027.01.01	코스닥 시가총액 기준이 200억원에서 300억원으로 올라갑니다(시행 예정, 보도 기준)	A

이 문서가 판정하지 못한 것 셋 — 판정을 뒤집을 수 있는 순서

1. 관리종목 지정 여부와 해제 기한, 지금까지 기준을 채운 날수 — 일별 종가를 확보하지 못했습니다 *(확인 필요)*
2. 7~9월에 들어온 증자 대금 약 139억원을 어디에 썼는지 — 아직 공시되지 않았습니다 *(공시에서 확인되지 않음)*
3. 새 최대주주가 주식을 담보로 잡혔는지, 7월 배정분에 보호예수(일정 기간 팔 수 없게 묶어 두는 것)가 걸렸는지 *(확인 필요)*

이 문서는 사라고도, 팔라고도 하지 않습니다. 판단은 읽는 분이 하십니다.

1. 경로 A — 사라진다 · 미흡

지금 어디쯤인가. 회사는 2026.06.26 시가총액 미달로 관리종목(상장폐지 전 단계로 지정된 종목)에 지정되었다고 보도되었습니다. 다만 발행사 데이터는 같은 날 건을 「지정 우려」로 분류하고 있어 지정 여부는 한국거래소 원문 확인이 필요합니다. 또 9월 8일·15일에는 시가총액 미달에 따른 상장폐지 우려 안내가 있었습니다. 10월 2일 시가총액은 325.4억원으로 지금 기준(200억원)은 넘지만, 이 값은 하루에 29.96% 오른(상한가) 종가로 계산한 것입니다. 전날 종가(1,038원)였다면 250.4억원입니다.

표 3. 상장유지 요건까지의 거리 — 가까운 순서

요건	기준	지금	닿으려면	신호
시가총액 (2027.01.01 시행 예정, 가상 계산)	300억원	325.4억원	주가 −7.8% (1,244원)	주의
주가 최저 기준 (신설 예정)	1,000원	1,349원	주가 −25.9%	확인 필요
시가총액 (현행)	200억원	325.4억원	주가 −38.5% (829원)	주의
공시위반 누적벌점	10점 (보도)	12.0점 (보도) — 이미 넘은 값	하락으로 닿는 요건이 아님	확인 필요

* 괄호 안 주가는 기준금액을 10월 2일 발행주식수(24,119,218주)로 나눈 값입니다. 코스닥은 하루 ±30%까지 움직일 수 있어 두 시가총액 기준 모두 「주의」로 적었습니다.

* 요건 기준은 금융위·거래소 발표를 다룬 보도(2026.02.12 발표, 05.13 승인)와 벌점 보도(2026.05.13·06.29)에 근거합니다. 조번호는 확인 필요 — 코스닥시장 상장규정 원문과 부칙에서 기준 금액과 시행일을 봅니다.

* 누적벌점이 보도된 기준을 넘으면 실질심사(상장을 유지할 자격을 따로 심사하는 절차) 대상이 될 수 있습니다. 적용 시점은 확인 필요입니다.

* 시가총액이 기준보다 위에 있는 것은 7~9월에 새 주식 1,482만주가 나왔기 때문입니다. 같은 사실이 경로 E에서는 희석으로 작용합니다.

무엇이 일어나면 진행되는가. 관리종목에서 풀려나려면 시가총액 기준을 「연속 45거래일」 채워야 한다고 보도되었습니다. 하루 급등으로는 연속 기간을 만들 수 없고, 정해진 기간 안에 채우지 못하면 상장폐지 사유가 됩니다(보도 기준, 기간과 시작일은 확인 필요). 2027년 1월부터는 같은 기준이 300억원이 됩니다. 2026년 감사의견이 부적정·의견거절·감사범위 제한에 따른 한정이면 상장폐지 사유가 됩니다(조번호 확인 필요).

어디서 확인하는가. 한국거래소 KIND 「관리종목 지정」·「불성실공시법인 지정」 공시에서 지정일·해제 조건·누적벌점을 볼 수 있습니다.

> **연속 영업손실은 상장폐지 요건과 제도가 다릅니다** — 5년 연속 영업손실은 「투자주의환기종목」(투자자 주의를 환기하려 따로 표시하는 종목) 지정 사유입니다. 이 회사는 2023~2025년 영업손실이 확인되고, 2021·2022년 영업손익은 확인 필요입니다(DART 해당 연도 사업보고서 손익계산서의 영업손익을 봅니다). 2026년 연간 영업손익이 연속 연차를 정합니다.

2. 경로 B — 물량이 쏟아진다 · 주의

지금 어디쯤인가. 오버행(주식수는 그대로인데 팔 물량이 느는 것)의 가장 큰 덩어리는 최대주주 몫입니다. 새 최대주주인 뉴퍼시픽투자조합(투자조합, 2026.07 변경)은 12,278,033주(50.9%)를 갖고 있고, 이는 7월·9월 제3자배정(회사가 정한 특정인에게 새 주식을 파는 것) 두 건의 주식수와 같습니다. 10월 2일 종가로 165.6억원이며, 최근 3개월 하루 평균 거래대금(7.87억원)의 **21.0일치**이고, 거래가 적은 날까지 고려한 중간값(3.70억원) 기준으로는 **44.8일치**입니다.

무엇이 일어나면 진행되는가. 9월 배정분 7,273,863주(평균 거래대금의 12.5일치)는 1년 보호예수(팔 수 없게 묶어 둔 기간)로 보도되었습니다. 7월 배정분 5,004,170주(8.6일치)의 보호예수 여부는 확인 필요입니다. 직전 최대주주는 2025년 9월 주식담보대출의 담보권 실행으로 주식이 반대매매(빌려준 쪽이 담보 주식을 강제로 파는 것)되었습니다. 새 최대주주의 담보 여부는 확인 필요입니다.

어디서 확인하는가. 예탁결제원 증권정보포털 「의무보유 예탁현황」에서 해제일을, DART 「주식등의 대량보유상황보고서」의 담보 계약 항목에서 담보 여부를 볼 수 있습니다.

3. 경로 C — 흘러내린다 · 주의

지금 어디쯤인가. 회사는 2025년 반도체 공장 배관·덕트 공사업체(엠제이테크)를 인수해 업종을 바꿨습니다. 2026년 상반기 매출은 449.9억원, 영업이익은 2.9억원입니다. 하지만 2분기만 보면 매출은 늘었는데 영업손실 6.7억원으로 돌아섰고, 원가가 오른 탓이 대부분입니다(매출총이익률 9.5% → 2.8%). 같은 공종 상장사 6곳 중 영업이익률이 높은 쪽에서 4번째(0.6%)입니다.

무엇이 일어나면 진행되는가. 반기 매출의 95.0%가 한 고객(원청 삼성중공업)에서 나왔고, 남은 공사 물량(수주잔고)은 196.5억원으로 반기 매출의 43.7%입니다. 지금 공사의 계약기간은 2027년 5~6월에 끝납니다. 다음 공사(평택 P5 등) 수주 공시는 아직 없습니다.

어디서 확인하는가. DART 「단일판매·공급계약체결」 공시에서 새 수주를, 분기보고서 II-4 「수주상황」에서 잔고를 볼 수 있습니다.

> **계약자산이 늘었다는 것은 일을 하고도 아직 돈을 받지 못했다는 뜻이고, 장부상 이익보다 현금이 늦게 들어온다는 신호입니다.** 회계부정이 있다는 뜻은 아닙니다. 공사 매출은 진행률(공사가 얼마나 끝났는지)로 잡습니다. 1,000억원짜리 공사의 원가율이 90%에서 98%로 오르면 이익은 100억원에서 20억원으로 줄고, 100%를 넘으면 공사손실이 됩니다. 이 회사의 계약자산은 6개월 사이 51.5억원에서 142.5억원으로 늘었습니다. 분기보고서 주석 「계약자산」에서 잔액을, 현금흐름표에서 영업활동현금흐름을 봅니다.

4. 경로 D — 돈이 막힌다 · 미흡

지금 어디쯤인가. 감사인은 2025년 감사보고서와 2026년 반기 검토보고서 모두에 「계속기업 관련 중요한 불확실성」을 적었습니다. 6월 말 기준으로 1년 안에 갚아야 할 빚(유동부채)이 1년 안에 돈이 되는 자산(유동자산)보다 241.4억원 많고, 빌린 돈 원금 69.2억원은 이미 갚을 날이 지나 연체 중입니다. 예금·건물·매출채권 일부에는 압류·가압류가 걸려 있습니다.

표 4. 1년 안에 지급을 청구받을 수 있는 돈

항목	금액 (억원)	언제부터
연체 중인 차입금 원금	69.2	이미 도래
농협은행 한도대출	20.8	만기 확인 필요
신용보증기금 구상채무 (보증기관이 대신 갚은 돈)	13.8	이미 청구됨
11회 CB 조기상환청구	15.0	2026.11.13부터
13회 CB 조기상환청구	75.0	2027.03.06부터
합계	**193.8**	

* 합계 중 이미 청구됐거나 날짜가 정해진 것은 173.0억원(연체 69.2 + 구상채무 13.8 + CB 90.0), 만기 확인이 필요한 것은 20.8억원입니다. CB는 원금이며 약정 이자(연 4%)는 뺐습니다. 11회 CB 금액은 주석(15억원)과 발행현황 표(10억원)가 달라 큰 값을 썼습니다.

* 6월 말 확인된 현금은 13.8억원으로, 합계와의 차이는 180.0억원입니다. 7~9월 유상증자로 약 139억원이 들어왔지만(보도 합산) 어디에 썼는지는 공시에서 확인되지 않습니다.

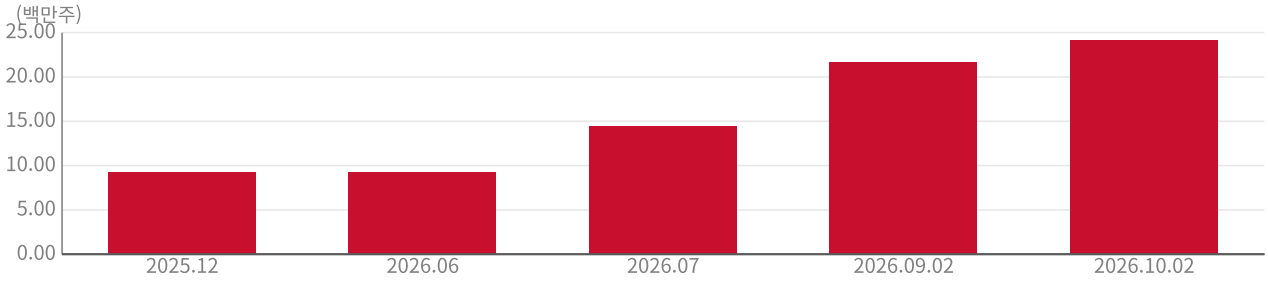
무엇이 일어나면 진행되는가. CB 보유자는 지금 주가(1,349원)가 전환가(3,635~10,780원)보다 훨씬 낮아 주식으로 바꾸기보다 원금 상환을 청구할 유인이 있습니다. 부동산은 이미 담보로 잡혀 있습니다 — 성수동 오피스(장부 55.6억원)에 담보 72.2억원, 당진 건물(장부 93.1억원)에 담보와 가압류가 겹쳐 있습니다. 하남 부지(계약 380억원)에는 매도인 대출을 대신 갚기로 한 보증 210억원과, 13회 CB 보유자에게 2순위 권리를 주는 약정이 걸려 있습니다.

어디서 확인하는가. 3분기보고서 주석 「차입금」의 연체 금액이 줄었는지를 보면, 증자 대금이 빚 갚는 데 쓰였는지 알 수 있습니다.

5. 경로 E — 희석 · 미흡

지금 어디쯤인가. 희석은 주식수 자체가 늘어 내 지분의 몫이 줄어드는 것입니다. 6월 말 9,296,521주였던 주식이 10월 2일 24,119,218주가 되었습니다(+159.4%). 이 중 1,010,100주는 어떤 발행인지 확인 필요입니다. 확인된 새 주식은 880~1,199원에 발행되었고(8월 공모 청약률은 0.85%, 9월은 70.99%), 이는 6월 말 장부상 1주당 순자산(4,006원)의 22~30%입니다.

발행주식수 (5:1 병합 소급)



자료: 반기보고서 I-3 · 대량보유 공시 · 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

무엇이 일어나면 진행되는가. 아직 주식으로 바뀌지 않은 CB가 140억원 남아 있습니다(11회 10억원 기준, 12회는 7월 10일 전환된 10억원을 뺀 55억원 — 위 1,010,100주가 12회 전환이었다면 달라집니다). 12회의 최초 보유자는 이 회사가 인수한 엠제이테크의 매도인으로, 인수 직후 각자대표가 되었습니다(현직 여부 확인 필요). 지금 전환가로 전부 바뀌면 주식이 2,735,946주(11.3%) 늘어납니다. 13회 CB는 주가가 낮으면 전환가를 내리는 리픽싱(전환가를 내려 잡는 조항)이 있어, 바닥(2,544.5원)까지 내려가면 늘어나는 주식은 3,620,207주(15.0%)가 됩니다. 지금 주가는 13회 바닥 전환가의 53.0%입니다. 2023년 이후 유상증자와 CB 발행이 반복되었고, R-Index 사건 집계에는 2026년 1분기에만 CB 발행 4건이 잡혔습니다.

어디서 확인하는가. DART 「주요사항보고서(유상증자결정·전환사채권발행결정)」에서 발행 주식수를, 「전환가액의 조정」 공시에서 조정 후 전환가를 봅니다.

6. R-Index 6대 지수

아래 여섯 숫자는 **회사의 상태를 재는 값**이며, 사거나 팔라는 등급이 아닙니다. 점수가 높다고 주가가 오른다는 뜻이 아니고, 낮다고 반드시 나빠진다는 뜻도 아닙니다. 이 값은 이 문서가 계산하지 않았습니다(R-Index R-계보 FY2025, WP v8.2 · 품질 4지수 v3.1 추정, 발행사 확인 2026.10.04). 비교 대상은 코스닥의 옛 업종 분류(소매, 21개사, 2026.07.06 기준) 평균이라, 지금 사업(반도체 공장 설비 공사) 기준 비교는 아닙니다.

R-Index 6대 지수 FY2025

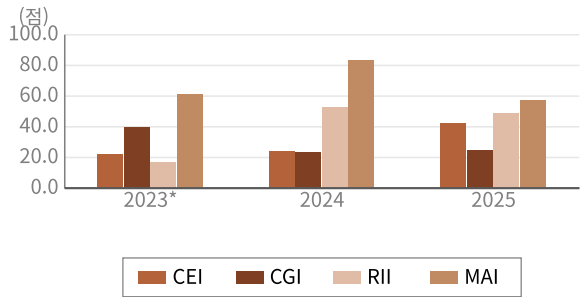
이 점수는 투자등급이 아닙니다. 회사의 상태를 재는 외부 산출값이며, 이 문서의 판정이 아닙니다. 위 두 줄(WP·관계형리스크)은 0~1 값으로 낮을수록 좋고, 아래 네 줄은 0~100점으로 높을수록 좋습니다. 「평균」은 코스닥 옛 업종 분류(소매, 21개사)의 평균입니다.

WP 악화위험도	**0.7655**	낮을수록 좋음 · **미흡** — 앞으로 나빠질 가능성. 평균 0.112
관계형 관계형리스크	**0.9091**	낮을수록 좋음 · **판정 불가** — 회사 안에서 실제로 벌어진 일을 센 점수. 단위가 달라 비교하지 않음
CEI 자본효율	**42.3**	높을수록 좋음 · 주의 — 자산 대비 얼마나 버는지. 평균 58.5
CGI 현금거버넌스	**24.7**	높을수록 좋음 · **미흡** — 모은 돈을 어디에 썼는지. 평균 49.3
RII 재투자강도	**48.8**	높을수록 좋음 · 주의 — 번 돈을 다시 사업에 넣는지. 평균 50.4
MAI 시장적응	**57.0**	높을수록 좋음 · 주의 — 매출과 투자·현금이 같이 가는지. 평균 60.8

자료: R-Index R-계보 FY2025(WP v8.2 · 품질 4지수 v3.1 추정, 발행사 확인 2026.10.04), 비교 평균 기준일 2026.07.06, R-Advisory

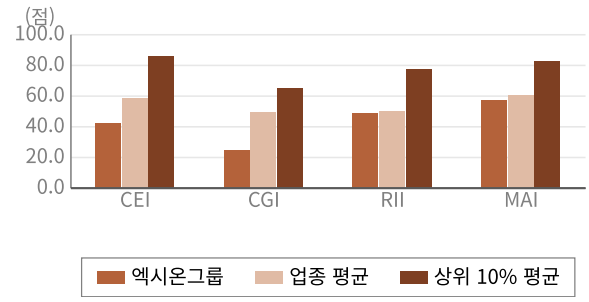
* 관계형리스크는 받은 값(0~1)과 비교 평균(0~100)의 단위가 달라 판정하지 않았습니다. WP·관계형리스크의 2023·2024년 값은 확인 필요입니다. 2023년 품질 지수는 계산 방식이 달라 추세 판단에 쓰지 않았습니다. 2025년 원장의 별도·연결 구분은 발행사 데이터에서 확인 필요 상태입니다.

품질 4지수 3년 추이



자료: R-Index R-계보 FY2025(발행사 확인) · 비교 평균 코스닥 소매 21개사, 2026.07.06, R-Advisory by KONNECT

품질 4지수 — 업종 평균·상위 10%와 비교



자료: R-Index R-계보 FY2025(발행사 확인) · 비교 평균 코스닥 소매 21개사, 2026.07.06, R-Advisory by KONNECT

WP 0.7655 — 미흡. 같은 업종 평균의 6.8배입니다. 감사인이 적은 계속기업 불확실성(경로 D)과 같은 방향을 가리키지만, 이 값 하나로 존속을 판정하지는 않습니다(경로 A). **관계형리스크 — 판정 불가.** R-Index 사건 집계에는 2026년 1분기에만 CB 발행 4건과 최대주주 변경 관련 사건 5건이 잡혔습니다(경로 B·E).

CEI 42.3 — 주의. 2024년(24.1)보다 올랐지만 평균보다 16.2 낮습니다. 자산의 64.4%가 매출을 만들지 않는 부동산·영업권입니다(경로 C). **CGI 24.7 — 미흡.** 같은 업종 21개사 중 하위 4.8% 자리입니다. 모은 돈이 돌려받지 못한 대여금(397억원 중 394억원 손실 처리)과 부동산으로 간 것이 원인으로 추정됩니다(경로 D). **RII 48.8 — 주의.** 평균 바로 아래이고 1년 새 3.9 내렸습니다. 2027년 상반기 이후 매출원을 만드는 투자가 보이지 않습니다(경로 C). **MAI 57.0 — 주의.** 2024년 83.5에서 1년 만에 26.5 떨어졌습니다. 2025년 영업손실은 59.1억원인데 영업으로 빠져나간 현금은 91.1억원이었고, 2026년 상반기에도 이익과 현금이 어긋났습니다(경로 C).

7. 앞으로 12개월 — 날짜가 정해져 있는 것들

표 6. 앞으로 12개월, 날짜가 정해져 있는 것들

시점	무슨 일	경로	구분	어디서 확인
이미 도래	차입금 원금 69.2억원 연체 중	D	확정	반기보고서 주석 20
2026.11.13	11회 CB 조기상환청구·전환 시작, 첫 전환가 조정	D · E	확정	반기보고서 주석 20
2026.11 중순	3분기보고서 제출 시한	C · D	확정	DART 분기보고서 — 주석 「차입금」 연체 금액
2027.01.01	시가총액 기준 300억원 시행	A	예정(보도)	금융위·거래소 발표
2027.03.06	13회 CB 조기상환청구·전환 시작, 첫 전환가 조정	D · E	확정	반기보고서 주석 20
2027.03 말	2026 사업보고서·감사보고서 제출 시한	A	확정	DART 감사보고서 — 감사의견
2027.05~06	평택 P4 Ph2 공사 계약기간 종료	C	확정	반기보고서 II-4
2027.09경	9월 배정분 7,273,863주 보호예수 해제(보도 기준 1년)	B	예정(보도)	예탁결제원 의무보유 현황 — 해제일
시점 미확인	7월 배정분 5,004,170주의 보호예수 여부와 해제일	B	확인 필요	예탁결제원 의무보유 현황 — 해제일
시점 미확인	관리종목 해제 판정 기한	A	확인 필요	KIND 관리종목 지정 공시
시점 미확인	주가 최저 기준(1,000원) 시행	A	확인 필요	코스닥시장 상장규정 부칙

* **확정**은 날짜가 공시된 것, **예정(보도)**은 보도로만 확인된 것입니다. 확인 필요는 날짜가 있는데 이번 판에서 조회하지 못한 것입니다.

8. 오해하기 쉬운 것들

「PBR이 낮으니 싸게 사는 것이다」. 낮은 PBR(주가 ÷ 1주당 장부상 순자산, 이 회사 0.86배)은 저평가의 증거가 아닙니다. 이 값은 10월 주식수로 잰 시가총액(325.4억원)을 증자 전 자본(2025년 말 380.5억원)으로 나눈 것이라 시점이 맞지 않습니다. 6월 말 자본(372.4억원)에 이후 증자 약 139억원을 더하면 약 0.64배(추정)가 됩니다. 또 자본의 42.1%가 영업권(인수할 때 웃돈을 준 금액, 156.6억원)이고, 자산의 64.4%가 매출을 만들지 않는 투자부동산·무형자산이며, 그 부동산 일부에 담보·가압류가 걸려 있습니다. 같은 공종 상장사의 PBR도 0.88~1.73배라 업종 수준입니다. 확인할 것은 연말 감사에서 영업권 손상이 나오는지입니다.

「흑자전환했다 — 회복이 시작됐다」. 상반기 영업이익 2.9억원은 사실입니다. 하지만 2분기만 보면 영업손실 6.7억원이고, 상반기 세전이익(7.4억원)에는 현금이 들어오지 않는 평가이익 32.5억원이 들어 있습니다. 영업으로 들어온 현금은 −33.1억원입니다. 분기보고서 손익계산서에서 분기 매출총이익률을 볼 수 있습니다.

「감사의견이 적정이다 — 안전하다」. 적정은 재무제표가 기준에 맞게 작성되었다는 뜻이지 회사가 안전하다는 뜻이 아닙니다. 이 회사 감사보고서에는 「계속기업 불확실성」 문구 — 회사가 1년 뒤에도 영업을 이어갈 수 있을지 감사인이 의문을 적었다는 뜻 — 가 붙어 있고, 감사인은 3년 연속 바뀌었습니다. 2026년 연말 감사의견이 의견거절·부적정으로 바뀌면 경로 A의 상장폐지 사유가 됩니다.

「새 주인이 왔다 — 바뀔 것이다」. 최대주주는 2024년 이후 두 번 바뀌었고(경로 B), 2023년 이후 대표이사가 10차례 이상 바뀌었습니다. 새 최대주주는 법인이 아닌 투자조합이며, 지분 전부가 2026년 7·9월 신주 인수로 생겼습니다. 볼 것은 담보 여부와 보호예수 해제일입니다(경로 B).

「CB를 갚았다 — 물량이 사라졌다」. 회사는 11회 CB 90억원을 되사 그중 60억원은 7월에 소각했지만, 남은 30억원을 보유하다 8월에 5억원을 다시 팔았습니다. 되산 CB는 다시 시장에 나올 수 있고, 아직 남은 CB는 140억원입니다(경로 E).

9. 공시에서 확인되지 않는 것

아래는 「문제가 없다」가 아니라 「확인되지 않는다」입니다. 「내부확인 필요」는 회사 내부 자료나 추가 공시를 봐야 판단할 수 있다는 뜻입니다.

1. 관리종목 지정 여부·해제 기한·충족 일수 *(확인 필요)* — KIND 「관리종목 지정」 공시, 해제 조건과 기산일을 봅니다
2. 증자 대금 약 139억원의 사용처 *(공시에서 확인되지 않음)* — 3분기보고서 주석 「차입금」, 연체 금액을 봅니다
3. 최대주주 주식담보 *(확인 필요)* — DART 대량보유상황보고서, 담보 계약 항목을 봅니다
4. 7월 배정분 보호예수 *(확인 필요)* — 예탁결제원 증권정보포털 「의무보유 예탁현황」, 해제일을 봅니다
5. 2분기 원가율이 오른 이유 *(내부확인 필요)* — 회사 IR, 공사별 원가율을 봅니다
6. 대여금 회수액 *(공시에서 확인되지 않음)* — DART 주요사항보고서, 스페이시스원 지분 매각가를 봅니다
7. 하남 부지 데이터센터 사업의 용량·전력 승인 *(공시에서 확인되지 않음)* — 회사 IR에 문의해 확인할 수 있습니다
8. 8~9월에 늘어난 주식 1,010,100주의 출처와 12회 CB 전환가 조정 조건 *(확인 필요)* — DART 「전환청구권 행사」·「증권발행실적보고서」, 발행 주식수와 발행가를 봅니다
9. 2021·2022년 영업손익 *(확인 필요)* — DART 해당 연도 사업보고서 손익계산서, 영업손익을 봅니다

10. 이 문서가 낡는 조건

아래 중 하나가 일어나면 이 문서의 판정은 다시 확인해야 합니다.

1. 종가가 경계 주가(1,244원) 아래로 내려갈 때 — 경로 A (10월 2일 종가는 경계 주가보다 8.4% 위입니다)
2. 신규 CB·BW 발행 또는 유상증자 결의 — 경로 E
3. 최대주주 변경 또는 주식담보 계약 공시 — 경로 B
4. 분기·반기·사업보고서 공시 — 경로 C·D
5. 감사인 변경 또는 감사의견 관련 공시 — 경로 A
6. 관리종목·투자주의환기종목 지정 또는 해제 — 경로 A

고지

본 자료는 공시·공개 자료에서 확인된 사실과 그로부터 산출한 값을 정리한 것입니다. **특정 종목의 매수·매도를 권유하지 않으며, 투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않습니다. 편입·보유·처분 여부와 보유 규모에 대한 판단이나 그 기준선을 제시하지 않습니다.** 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않습니다. 본 자료는 자본시장법상 투자자문업·유사투자자문업의 영업행위로서 제공되는 조언이 아닙니다. 상장폐지 가능성을 확률로 제시하지 않으며 요건까지 남은 거리만 기술합니다. 「공시에서 확인되지 않음」·「내부확인 필요」·「확인 필요」로 표기된 항목은 위험이 없다는 뜻이 아닙니다. 수치는 기준일 시점 자료에 근거하며 이후 변동될 수 있습니다.

이 문서는 사라고도, 팔라고도 하지 않습니다. 판단은 읽는 분이 하십니다.

[발행사 정보] 독립리서치 R
대표애널리스트 박재준
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net

R – Advisory

BY KONNECT

R–Advisory by KONNECT

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