R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

폴라리스AI (039980, KOSDAQ)

AI 매출은 없고, 현금은 장부가의 30% 값인 관계사 지분으로 갔다
AI 기업이라는 설명보다 관계사 지분의 손상 위험이 먼저다
장부상 자본의 39%가 시장가격과 맞지 않는 관계사 지분에 있다

SUMMARY

1. 1991년 설립·2002년 코스닥 상장, 2024년 리노스에서 사명을 바꾼 키플링 총판·공공통신 SI(시스템 통합) 기업
2. AI 관련 매출 없음 — 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서 모두 「매출 발생 해당사항 없음」
3. 매출 531억원(2024) → 436억원(2025) 17.8% 감소, 2026년 상반기도 전년 동기 대비 4.6% 감소
4. 상반기 영업이익 8.4억원은 평가충당금 환입 17.8억원 효과, 제외 시 9.4억원 손실
5. 상장 관계사 3곳 지분 장부가 514억원 · 시가 152억원, 차이 362억원은 자기자본의 38.8%
6. 유동성 자산 585억원(2024말) → 174억원(2026.6), 현금 배당은 3년째 없음

이 리포트가 확인한 것

회사가 제시하는 세 가지 설명 — AI 기업으로의 전환, 상반기 영업흑자의 실적 회복, 관계사 인수의 성장 투자 — 을 2025년 사업보고서와 2026년 반기보고서의 숫자로 대조했다. **세 설명 모두 두 보고서의 숫자로는 확인되지 않는다.** 공시로 확인되는 강점은 부채비율 19.0%의 낮은 차입 구조와 자사주 전량 소각이다.

「Not Rated」이며 목표주가를 제시하지 않는다. 기준일 — 문서 2026.10.22 · 시장 데이터 2026.10.21 · 재무 2026.06.30(제36기 반기보고서).

▶ AT A GLANCE

투자의견	**Not Rated**
목표주가	제시하지 않음
현재주가	4,500원 (26.10.21)
시가총액	647억원
발행주식수	14,381,214주
자기주식	0주 (4.30 전량 소각)
자본금 / 액면가	363.9억원 / 2,500원
BPS (26.6)	6,497원
PBR	0.69배
PER	N/M (적자)
52주 최저/최고	-
외국인지분율	-

현재주가는 2026.10.21 종가(stockhub 시세)입니다. 2026.04.09 1:5 주식병합 수정 기준 52주 가격 범위와 외국인지분율은 확인되지 않았습니다

▶ 주주현황

㈜폴라리스우노 외 3인	41.45%
— ㈜폴라리스우노	16.79%
— ㈜폴라리스세원	14.86%
— ㈜폴라리스오피스	9.21%
자기주식	0.00%

2026.06.30 기준입니다. 2026.10.21 공시로 최대주주가 ㈜폴라리스세원으로 바뀔 예정입니다(변경 예정일 2026.12.11)

SUMMARY FINANCIAL DATA

단위 억원 · 2023 연결, 2024~ 별도

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	594.4	530.7	436.4	224.3	214.0
영업이익	14.6	-13.1	-46.9	-7.7	8.4
영업이익률 (%)	2.5	-2.5	-10.7	-3.4	3.9
지배주주순이익	9.2	14.2	-7.8	22.7	-7.6
영업활동현금흐름	137.0	23.2	-44.9	-22.6	-14.4
자본총계	734.0	956.6	949.8	-	934.4
부채비율 (%)	30.2	21.2	12.6	-	19.0
ROE (%)	-	1.7	-0.8	-	-

자료: 전자공시 DART 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서, 독립리서치-R by KONNECT · 2023년은 연결, 2024년 이후 별도 기준

1991년 설립, 2002년 코스닥 상장한 패션 유통·공공통신 SI 기업

마진노트 — 사명 변경 전후로 사업 내용은 거의 그대로

동사는 1991년 설립돼 2002년 코스닥에 상장했다. 옛 사명은 리노스이며, 2024년 2월 최대주주가 ㈜오디텍에서 ㈜폴라리스우노로 바뀌면서 사명을 폴라리스에이아이로 변경했다. 사업은 두 갈래다. 하나는 키플링 가방의 국내 독점 유통을 맡는 F&C(패션·잡화 유통 부문)다. 다른 하나는 경찰·소방 무선통신망 구축과 SI 용역을 하는 AI융합사업부문이다.

AI융합사업부문은 이름과 달리 인공지능 매출이 없다. 회사는 2025년 사업보고서와 2026년 반기보고서 II-7에 같은 문장을 적었다. 「인공지능관련 제품 및 서비스에 대한 개발 중에 있으며, 매출 발생은 해당사항이 없습니다.」 부문 주석의 실제 구분은 ICT(무선통신망·네트워크 장비 공급), ITS(회사 구분상 신협 금융 전산 서비스), 기타다. 인공지능을 별도 부문으로 구분한 주석은 없다.

마진노트 — 이 리포트가 확인하려는 질문

이 리포트는 회사가 제시하는 세 가지 설명을 공시 숫자로 확인한다. 첫째, AI 기업으로 전환하고 있다는 설명이다. 둘째, 2026년 상반기 영업흑자가 실적 회복을 뜻한다는 설명이다. 셋째, 그룹 관계사 인수가 성장을 위한 투자라는 설명이다. 결론부터 말하면 세 설명 모두 2025년 사업보고서와 2026년 반기보고서의 숫자로는 확인되지 않는다.

그림1 동사 지배구조 (2026.06.30)

보유 주체	피보유 회사	지분율
㈜폴라리스오피스	㈜폴라리스세원	35.96%
㈜폴라리스세원	㈜폴라리스우노	35.07%
㈜폴라리스우노 (최대주주)	**폴라리스AI**	**16.79%**
㈜폴라리스세원	폴라리스AI	14.86%
㈜폴라리스오피스	폴라리스AI	9.21%
폴라리스AI	폴라리스AI핸디 · AI파마 · Polaris E&M	29.25% · 7.55% · 4.08%
폴라리스AI (역방향)	㈜폴라리스오피스	1,220,450주 취득 (2026.6.15~7.3)

자료: 전자공시 DART (반기보고서 VII·주석 34), 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 IT사업부를 AI융합사업부로 바꾸고 사업 재편을 준비 중이라고 설명한다. 계열사 ㈜폴라리스오피스의 문서·보안 솔루션을 기존 공공 고객에 먼저 공급한 뒤 AI 솔루션으로 넓힌다는 계획이다(사업보고서 II-1·II-7).
- **숫자기반 해석**:
  - AI 관련 매출은 2025년 0원, 2026년 상반기 0원이다(사업보고서·반기보고서 II-7 「매출 발생 해당사항 없음」).
  - 연구개발비는 2025년 1.8억원으로 매출의 0.41%였고, 2026년 상반기 2.6억원(1.20%)이다(II-6).
  - 직원 수는 162명(2025말)에서 156명(2026.6)으로 6명 줄었다(보고서 표준 데이터 기재값).
  - 등록 특허 6건 중 2건은 2007~2008년 무선통신 특허이고, 나머지 4건(AI 3건·보안 1건)은 2022년 등록분이다. 2023년 이후 신규 등록은 공시되지 않았다.

사명은 AI로 바뀌었지만 매출에서 가방 유통 비중은 더 커졌다

마진노트 — 공공통신 매출이 먼저 줄어 유통 비중이 커진 구조

전사 매출은 2024년 530.7억원에서 2025년 436.4억원으로 17.8% 줄었다(별도 기준). 2023년 이전은 종속회사를 포함한 연결 기준이라 직접 비교하지 않는다. 2026년 상반기 매출은 214.0억원으로 전년 동기 224.3억원보다 4.6% 적다. 2025년 감소를 주도한 것은 공공통신을 맡는 ICT 부문이다. ICT 매출은 2024년 138.3억원에서 2025년 87.4억원으로 36.8% 줄었다. 2026년 상반기에는 ITS(13.9억원 감소)와 기타(7.3억원 감소)가 줄면서 F&C 비중이 전년 동기 54.3%에서 59.6%로 올랐다.

부문 (단위: 억원)	2024	2025	증감	1H25	1H26	증감
F&C	278.5	229.5	-17.6%	121.9	127.5	+4.6%
ICT	138.3	87.4	-36.8%	28.0	33.3	+19.1%
ITS	96.3	99.7	+3.5%	63.3	49.4	-22.0%
음성인식·기타	17.5	19.8	+12.9%	11.1	3.8	-65.8%
합계	530.7	436.4	-17.8%	224.3	214.0	-4.6%
F&C 비중	52.5%	52.6%		54.3%	59.6%	

자료: 사업보고서·반기보고서 주석 「영업부문」, R-Advisory. 2024년 음성인식 11.3억원은 2025년 이후 0원이다. 반기보고서 II-2 표는 F&C 131.3억원·AI융합 82.7억원으로 주석과 구분이 다르며, 이 표는 주석 기준이다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 IT 시장 발주가 하반기에 몰려 매출이 하반기에 편중된다고 설명한다(II-7). 상반기 ICT 매출이 19.1% 늘어난 점도 회복 근거로 제시할 수 있다.
- **숫자기반 해석**:
  - 하반기 편중을 감안해도 2025년 연간 ICT 매출은 87.4억원으로 2024년보다 50.9억원 적다.
  - 상반기 ICT 증가분은 5.3억원이고, 같은 기간 ITS 감소분은 13.9억원이다. AI융합사업부문 전체(ICT+ITS+기타)로는 102.4억원에서 86.5억원으로 15.5% 줄었다.
  - F&C 매출 증가 5.6억원이 키플링에서 나왔는지, 처분 중인 이스트팩 재고에서 나왔는지는 브랜드별 매출이 공시되지 않아 확인되지 않는다.

반기 흑자는 영업 개선이 아니라 과거에 깎아 둔 재고 가치가 되돌아온 결과다

마진노트 — 평가충당금 환입을 빼면 손실 폭은 오히려 확대

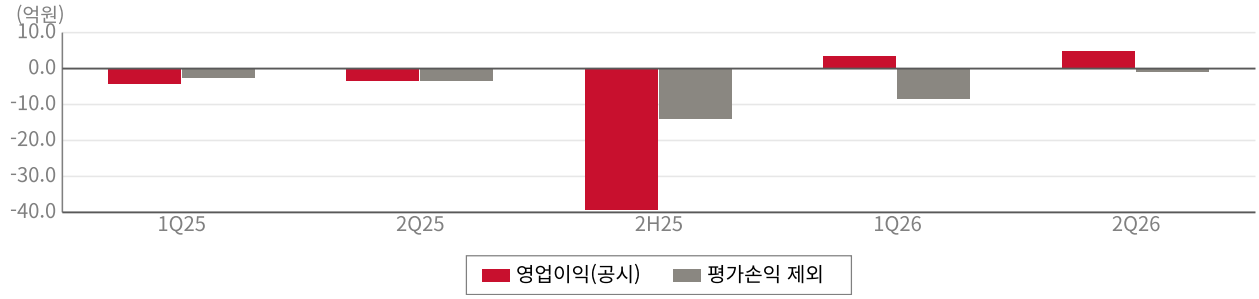
2026년 상반기 영업이익은 8.4억원으로 전년 동기 7.7억원 손실에서 흑자로 바뀌었다. 같은 기간 재고자산 평가손실 환입이 17.8억원 발생했다(반기보고서 주석 10). 환입은 매출원가를 줄여 영업이익을 늘린다. 환입을 빼면 상반기 영업손익은 9.4억원 손실이다. 전년 동기 평가손실 1.7억원을 되돌린 손실 5.9억원보다 3.5억원 나쁘다.

환입의 배경에는 2025년 하반기의 대규모 평가손실이 있다. 2025년 연간 평가손실 26.9억원 가운데 25.2억원이 하반기에 잡혔다. 회사는 「패션사업부문 체화재고 평가 손실 반영」을 2025년 적자 확대 이유로 들었다(IV). 2026년 상반기 평가충당금은 42.0억원에서 24.2억원으로 줄었다. 같은 기간 상품 취득원가는 159.0억원에서 155.6억원으로 거의 그대로였고, 환입 사유는 공시되지 않았다.

분기 (단위: 억원)	1Q25	2Q25	2H25	1Q26	2Q26
매출액	111.0	113.3	212.1	103.4	110.6
영업이익(공시)	-4.3	-3.4	-39.2	3.5	5.0
재고 평가손실(+)·환입(-)	1.7	0.0	25.2	-11.9	-5.9
평가손익 제외 영업이익	-2.5	-3.4	-14.1	-8.4	-0.9
매출총이익률(공시)	31.6%	31.3%	17.6%	40.7%	39.7%

자료: 사업보고서·반기보고서 손익계산서, 주석 10(재고자산), R-Advisory 재구성. 1Q는 반기에서 2Q(3개월)를 차감, 2H25는 연간에서 1H25를 차감한 값이다. 평가손익은 매출원가에 반영된 것으로 보고 영업이익에서 가감했다.

영업이익 — 공시와 재고 평가손익 제외 (억원)



자료: 사업보고서·반기보고서 손익계산서·주석 10, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 2분기만 보면 평가손익을 빼도 영업손실이 0.9억원으로 전년 동기 3.4억원보다 작다. 판매관리비도 상반기 77.6억원으로 전년 동기 78.2억원보다 0.6억원 적다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2분기 개선은 사실이다. 그러나 상반기 누적으로는 평가손익 제외 손실이 5.9억원에서 9.4억원으로 커졌다.
  - 부문별로 F&C 영업이익은 상반기 15.8억원이다. 환입 17.8억원을 빼면 2.1억원 손실로, 전년 동기 3.8억원 이익(평가손실 1.7억원 제외)에서 나빠졌다.
  - 상반기 순이익은 7.6억원 손실이다. 2분기에 미수금 21.8억원 중 15.4억원을 대손 처리했기 때문이다. 미수금의 상대방과 발생 사유는 공시로 확인되지 않는다.
  - 2025년 상반기 순이익 22.7억원도 금융자산 평가이익 27.2억원이 만든 것이다. 2024년 이후 2년 반 누적 영업손익은 51.6억원 손실이다.

대형 공공통신 사업이 끝난 뒤 남은 수주는 아파트 통신공사가 중심이다

마진노트 — 경찰 재난안전통신망 계약 종료 후 수주의 성격 변화

2025년 말 진행률 기준 수주 목록에는 재난안전통신망 사업 360.1억원과 치안업무용 재난안전통신망 유지관리 98.3억원이 있었다. 두 계약 모두 납기가 2025.12.31이었고 전액 납품이 끝났다. 2026년 6월 말 수주잔고 118.3억원은 아파트 정보통신공사 3건과 사무기기 유지관리 용역 1건으로 구성된다. 경찰·소방 무선망 계약은 반기말 수주 목록에 없다.

계약 (단위: 억원)	수주총액	납기	잔고 2025말	잔고 2026.6
재난안전통신망 사업	360.1	2025.12	0.0	목록 제외
치안업무용 재난안전통신망 유지관리	98.3	2025.12	0.0	목록 제외
112시스템 노후장비 교체	19.5	2026.01	0.0	목록 제외
마곡16단지 정보통신공사	40.7	2027.08	39.9	37.7
성남복정1 정보통신공사	33.8	2028.02	33.8	33.3
사무기기 유지관리 용역	24.7	2027.11	-	17.5
시흥거모 A-7블록 정보통신공사	29.8	2029.01	-	29.8
합계			73.8	118.3

자료: 사업보고서 II-4 「진행률적용 수주상황」, 반기보고서 II-4 「수주상황」, R-Advisory. 2025말 표는 F&C 등 수주업이 아닌 사업을 제외한 회사 기재 범위다.

- **회사에 유리한 해석**: 수주잔고는 2025년 말 73.8억원에서 2026년 6월 118.3억원으로 60% 늘었다. 회사는 경찰·소방 무선통신 분야의 구축 실적을 경쟁 우위로 든다(II-4).
- **숫자기반 해석**:
  - 잔고 118.3억원 중 100.8억원(85%)은 아파트 정보통신공사다. 납기가 2027~2029년이라 연간 매출 기여는 잔고보다 작다.
  - 마곡16단지 공사는 반기말 공정률 5.69%, 누적 매출 3.0억원이다(XI-1). 회사는 정보통신공사 특성상 후순위 공정이라 2026~2027년 공정률에 따라 대금을 받는다고 설명한다.
  - 종료된 경찰 계약 2건 총액 458.5억원과 비교하면 현재 잔고 118.3억원은 26% 수준이다.
  - 2026년 경찰청 후속 사업 수주 여부는 공시로 확인되지 않는다. 조달청 나라장터에서 확인할 수 있다.

이스트팩 계약이 끝나 키플링 한 브랜드에 매입 약정과 재고가 집중된다

마진노트 — 이스트팩 총판 종료, 키플링 최소매입 의무는 연 10% 증가

이스트팩 국내 독점 총판 계약은 2026년 3월 31일 상호 합의로 종료됐다(반기보고서 주석 35). 종료 합의는 2025년 사업보고서 주석에 이미 기재됐고, 회사는 보유 재고를 2026년 중 처분할 예정이라고 밝혔다. 남은 키플링 계약은 2028년 3월까지이며 최소매입 조항이 있다. 최소매입액은 2026.4~2027.3에 853만 달러, 2027.4~2028.3에 938만 달러다.

항목 (단위: 억원)	2024말	2025말	2026.6
재고자산(순액)	169.7	117.0	170.0
평가충당금	15.1	42.0	24.2
그중 미착품(운송 중 상품)	5.9	0.0	38.5
매입채무 및 기타채무	84.6	27.2	81.7
단기차입금(수입금융 등)	76.8	54.6	68.1
키플링 최소매입(연간, 만 달러)	-	-	853 → 938

자료: 사업보고서·반기보고서 재무상태표, 주석 10·15·35, R-Advisory.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 키플링이 수입 캐주얼백 시장에서 선두권 브랜드이며 젊은 소비자층 대상 브랜드 리뉴얼과 온라인 채널 강화를 진행 중이라고 설명한다(II-7). 독점 총판 계약은 2003년부터 이어졌다.
- **숫자기반 해석**:
  - 반기말 재고 170.0억원은 상반기 매출원가 128.0억원의 1.33배다. 상반기에 재고가 53.0억원 늘었다.
  - 재고 증가분은 매입채무 54.5억원 증가와 차입금 13.5억원 증가로 조달됐다. 상반기 영업활동현금흐름은 14.4억원 유출이다.
  - 2026.4~2027.3 최소매입 853만 달러는 원/달러 1,450원 적용 시 약 124억원이다. 2025년 F&C 매출 229.5억원의 54%에 해당하며, 이 매출에는 종료된 이스트팩이 포함돼 있다.
  - 반기말 재고 170.0억원 중 이스트팩 잔여 재고 규모는 공시로 확인되지 않는다. 처분은 「2026년 합의된 기간 내」로 기재돼 있다.

AI 전환 자금은 자체 사업보다 그룹 관계사 지분에 먼저 쓰였다

마진노트 — 관계사 지분 장부가와 시가의 차이가 자기자본의 4할 수준

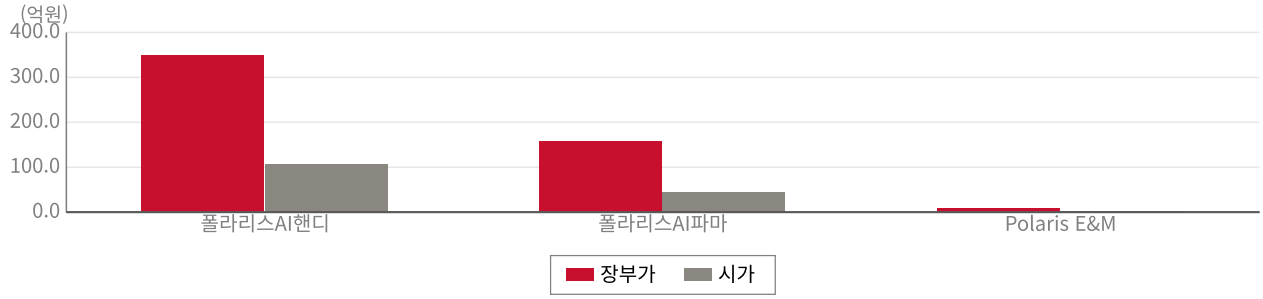
동사는 2024년 이후 상장 관계사 3곳의 지분을 사들였다. 2024년 3월 ㈜폴라리스AI파마(원료의약품) 구주를 101.1억원에 샀고, 이후 신주 25.4억원을 더 인수했다. 2025년 9월에는 ㈜핸디소프트(현 폴라리스AI핸디, 그룹웨어 소프트웨어) 지분 29.25%를 360억원에 확보했다. 2026년 2~3월에는 싱가포르 상장 영화 제작사 Polaris E&M(옛 Spackman Entertainment Group) 지분 4.08%를 8.3억원에 샀다.

세 회사는 지분법(관계사 순이익 중 지분율만큼을 손익에 반영하는 방식)으로 회계 처리된다. 따라서 주가가 떨어져도 손상차손을 인식하지 않는 한 장부가는 유지된다. 반기말 세 회사 지분의 장부가는 514.2억원이고, 시장가격 기준 공정가치는 152.0억원이다.

관계사 (단위: 억원)	업종	지분율	취득금액	장부가 2025말	시가 2025말	장부가 2026.6	시가 2026.6	괴리 2026.6
폴라리스AI핸디	그룹웨어 소프트웨어	29.25%	360.0	357.7	140.3	349.7	106.0	-243.7
폴라리스AI파마	원료의약품	7.55%	126.6	148.9	62.4	156.6	44.9	-111.6
Polaris E&M	영화 제작	4.08%	8.3	-	-	7.9	1.1	-6.8
합계			494.9			514.2	152.0	-362.2
자기자본 대비 괴리								38.8%

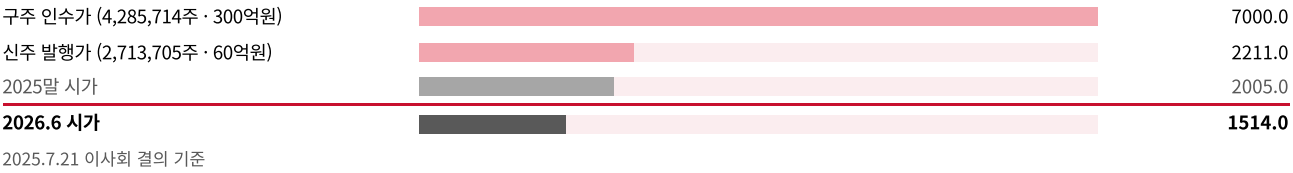
자료: 반기보고서 주석 11 「공동기업 및 관계기업투자」 (2)·(3), 사업보고서 주석, R-Advisory. 시가는 회사가 주석에 기재한 「공시되는 시장가격이 존재하는 관계기업투자의 공정가치」 다. 괴리율 분모는 반기말 자기자본 934.4억원.

상장 관계사 지분 — 장부가와 시가 (2026.6, 억원)



자료: 반기보고서 주석 11, 독립리서치-R by KONNECT

그림2 폴라리스AI핸디 주당 단가 비교 (원)



자료: 반기보고서 XI-6·II-6·주석 11, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 핸디소프트 인수가 공공 고객 1,300여 곳을 대상으로 한 교차 판매 목적이라고 설명했다 (IB토마토 보도, 2025.7.25).
- **숫자기반 해석**:
  - 구주 단가 7,000원은 같은 날 결의한 신주 발행가 2,211원의 3.17배다. 차이를 구주 수량에 곱하면 프리미엄은 약 205억원이다.
  - 폴라리스AI핸디 지분 시가는 인수 10개월 만에 취득금액 360억원의 29%인 106.0억원이 됐다. 장부가는 349.7억원으로 그대로다.
  - 2025말 두 회사, 2026.6 세 회사 모두 시가가 장부가의 절반에 못 미친다. 두 보고서에 관계기업 손상 검토 결과나 손상차손 인식은 기재되지 않았다.
  - 인수 후 공공 교차 판매 매출은 공시로 확인되지 않는다. 2026년 상반기 ICT·ITS 합산 매출은 82.7억원으로 전년 동기 91.3억원보다 적다.

현금성 자산은 줄고, 시가가 장부가를 밑도는 관계사 지분은 늘었다

마진노트 — 2024년 그룹 대상 유상증자 자금 이상이 관계사 지분으로 이동

동사의 유동성 자산은 2024년 말 584.5억원에서 2026년 6월 174.3억원으로 70% 줄었다. 같은 기간 관계기업 투자 장부가는 212.6억원에서 579.7억원으로 늘었다. 2024년 3월 ㈜폴라리스오피스 등 그룹 7인 대상 유상증자로 들어온 167.7억원보다 큰 금액이 관계사 지분으로 옮겨 갔다. 2024년 이후 공시된 지분 취득 대금을 합하면 550.3억원이다.

항목 (단위: 억원)	2024말	2025말	2026.6
현금및현금성자산	53.6	114.7	78.3
단기금융상품	171.0	61.0	61.0
유동 금융자산(단기 금융상품 펀드 등)	359.9	43.3	35.0
유동성 자산 합계	584.5	219.0	174.3
차입금	76.8	54.6	68.1
순현금	507.8	164.4	106.2
관계기업 투자(장부가)	212.6	574.0	579.7
폴라리스오피스 주식(기타포괄손익 측정)	-	-	26.3
영업활동현금흐름(기간)	23.2	-44.9	-14.4

자료: 사업보고서·반기보고서 재무상태표·현금흐름표·주석 6·7·15, R-Advisory. 2026.6 단기금융상품 중 19.8억원은 외화대출 담보로 사용이 제한돼 있다(주석 35). 비유동 공제조합 출자금은 유동성 자산에서 뺐다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 「낮은 부채비율과 풍부한 유동성으로 안정적인 재무구조를 유지」한다고 설명한다(IV). 반기말 부채비율은 19.0%로 낮다.
- **숫자기반 해석**:
  - 부채비율이 낮은 것은 사실이다. 다만 자산 1,111.8억원 중 관계기업 투자가 579.7억원(52%)이다.
  - 관계사 지분을 시가로 바꾸면 자기자본 934.4억원은 장부상 572.2억원 수준으로 내려간다. 단순 차감이며, 손상 여부는 감사인 판단 사항이다.
  - 영업활동현금흐름은 2025년 44.9억원, 2026년 상반기 14.4억원 유출이다. 영업으로 현금을 만들지 못하는 기간에 투자가 이뤄졌다.
  - 2026.6.15~7.21 계열사 주식 취득 45.5억원(폴라리스오피스 37.9억원·폴라리스AI파마 7.6억원)이 있다. 이 중 반기말 이후 지출액은 공시로 확인되지 않는다.

주주환원보다 그룹 지분 정리에 동사 현금이 먼저 쓰였다

마진노트 — 최상위 지배회사 주식 매입, 시가의 2.5배 계열사 간 거래

동사는 2026.6.15~7.3에 ㈜폴라리스오피스 보통주 1,220,450주를 37.9억원에, 7.14~7.21에 ㈜폴라리스AI파마 보통주 131,834주를 7.6억원에 장내 매수했다. 일부는 반기말 이전 매수분이다(반기말 보유 평가액 26.3억원). 회사가 밝힌 목적은 「계열회사 간 지배구조 효율화」다(반기보고서 XI-4). ㈜폴라리스오피스는 동사 지배구조의 최상위 회사이며, 동사 지분 9.21%를 직접 보유한다. 이 매입으로 두 회사가 서로의 주식을 보유하는 구조가 됐다.

2026년 10월 21일에는 최대주주 변경 공시가 나왔다. ㈜폴라리스우노가 보유한 동사 주식 431,437주를 ㈜폴라리스세원에 주당 11,181원, 총 48.2억원에 넘기는 계약이다(디지털투데이, 2026.10.21). 같은 날 동사 종가는 4,500원이었다. 회사는 경영권 변동이 없다고 밝혔다.

항목	내용	출처
현금 배당	2023~2025년 없음. 정관상 배당기준일 사전 지정 미도입	사업보고서 III-6
자사주	2026.4.30 174,541주(23.6억원) 전량 이익소각	반기보고서 I-4
이사회	사내이사 3인, 사외이사 1인	사업보고서 I-2
감사기구	2024.2 감사위원회를 폐지하고 상근감사 1인으로 변경	사업보고서 I-2
대표이사	2024.2 지준경, 2025.12 윤정희로 2년간 2회 교체	사업보고서 I-2
최대주주 측 지분	41.45% (4개 법인)	반기보고서 VII

자료: 전자공시 DART, 디지털투데이(2026.10.21), R-Advisory.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 자사주 174,541주를 전량 소각해 주주가치를 높였다. 계열사 지분 매입은 지배구조를 효율화하기 위한 결정이라고 설명한다(XI-4).
- **숫자기반 해석**:
  - 소각한 자사주 23.6억원(장부가)은 2010년에 이미 지출된 금액이라 2026년 새 현금 지출은 없다. 계열사 주식 매입 45.5억원은 2026년 현금 지출이다.
  - 소각된 자사주는 주로 2010년 6월 취득분이며, 2026년 신규 매입은 단수주 7,879주뿐이다(I-4).
  - 계열사 간 거래가격 11,181원은 기준일 종가의 2.48배, 반기말 BPS 6,497원의 1.72배다. 가격 산정 근거는 확인되지 않았다.
  - 동사가 상위 지배회사 주식 37.9억원어치를 사는 것이 동사 소액주주에게 주는 이익은 공시로 설명되지 않았다.

산업 환경과 전망 — 수요 회복보다 비용과 발주 구조가 실적을 좌우한다

마진노트 — 패션 소비는 정체, 공공 정보화 예산은 소폭 증가

동사 실적을 좌우하는 변수는 네 가지다. 국내 패션 소비, 원/달러 환율, 공공 정보화 발주, 그리고 키플링 공급 조건이다. 국내 패션 소매판매는 2025년 119조3,658억원으로 2023년 120조4,827억원보다 적다(국가데이터처 집계, 파이낸셜뉴스 2026.9.6). 반면 온라인 패션 거래액은 2026년 1~7월 35조1,703억원으로 전년 동기 대비 6.4% 늘었다(같은 보도). 백화점·아울렛 매장 중심인 동사 유통 구조에는 불리한 흐름이다.

대한상공회의소는 2026년 국내 소매유통시장 성장률을 0.6%로 전망했다(「2026년 유통산업 전망 조사」, 경북매일 2026.1.14 보도). 씨티은행은 원/달러 환율이 향후 3개월 1,480원 안팎, 6~12개월 뒤 1,450원 수준일 것으로 전망했다(2026.6.22 세미나 발표). 과학기술정보통신부는 2026년 공공 정보화 사업 수요를 6조4,737억원으로 발표했다(2026.4.6). 전년 대비 4.2% 증가이며, ICT 장비 구매는 1조776억원으로 1.6% 증가다.

변수	현재 상태 (기준일)	2026년 이후 업계 전망	출처
국내 패션 소비	2025년 소매판매 119.4조원, 2023년 대비 감소	온라인만 증가(1~7월 +6.4%)	국가데이터처 · 파이낸셜뉴스 2026.9.6
소매유통 전반	-	2026년 성장률 0.6%	대한상공회의소 · 경북매일 2026.1.14 보도 · 유통산업 전망 조사
원/달러 환율	2026년 6월 1,500원대	3개월 1,480원, 6~12개월 1,450원	씨티은행 · 2026.6.22 · 세미나 발표
공공 정보화 발주	2025년 6.21조원	2026년 6.47조원(+4.2%), 장비 +1.6%	과학기술정보통신부 · 2026.4.6 · 수요예보

자료: 각 기관, R-Advisory. 환율 현재 상태는 보도 제목 기준 범위이며 기관 간 전망 범위는 1,450~1,480원이다.

동사의 2025년 적자는 회사 설명대로 체화재고 평가손실과 사업 재편 비용이 반영된 결과다(IV). 환율은 수입 원가를 거쳐 영향을 준다. 회사는 환율이 10% 오르면 세전이익이 9.4억원 줄어든다고 공시했다(반기 주석 32). 2025년 말 4.3억원에서 커졌다. 공공 정보화 예산은 늘고 있지만 증가분의 상당 부분은 AI 소프트웨어 구축(3,903억원, +37.0%)과 정보보호(9,733억원, +22.5%)에 몰려 있다. 동사 ICT 부문과 관련된 ICT 장비 구매 증가율은 1.6%다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 무선통신솔루션이 재난 대비 공익 사업이라 경기 변동에 큰 영향을 받지 않는다고 설명한다(II-7). 공공 AI 예산 증가는 회사가 내세우는 AI융합 사업에 유리한 환경이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 경기 영향이 작다는 설명과 달리 ICT 매출은 2025년 36.8% 줄었다. 감소 원인은 공시되지 않았다.
  - 공공 AI 소프트웨어 구축 예산 3,903억원이 늘어도, 동사의 AI 매출은 두 보고서 모두 0원이다.
  - 환율 전망 범위 1,450~1,480원은 적용하면 키플링 최소매입 853만 달러는 원화로 123.6억~126.2억원이다.

투자 논거를 숫자로 다시 보면 남는 것은 재무 여력뿐이다

마진노트 — 회사 측 강점과 공시 숫자의 대조

회사 측 강점으로 제시될 수 있는 것은 다섯 가지다. 첫째, 부채비율 19.0%의 낮은 차입 구조다. 둘째, 자사주 전량 소각이다. 셋째, 2026년 상반기 영업흑자다. 넷째, 공공 AI 예산 증가와 그룹 솔루션 연계다. 다섯째, 2026년 시작된 국책 연구과제 2건(가전 AI 모듈, 저전력 AI 엣지 장치)이다. 이 가운데 공시 숫자로 뒷받침되는 것은 첫째와 둘째다.

회사 측 강점	공시 숫자	판정
낮은 부채비율	부채비율 19.0%, 순현금 106.2억원 (2026.6)	확인
자사주 소각	174,541주 전량 소각 (2026.4.30)	확인
영업흑자	평가충당금 환입 17.8억원 제외 시 9.4억원 손실	미확인
AI 사업 성장	AI 매출 0원, 연구개발비 매출 대비 1.20%	미확인
관계사 시너지	관계사 지분 시가 152.0억원, 장부가 514.2억원	반대

자료: 전자공시 DART, R-Advisory.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 사업 재편을 준비 중이며, 적자 전환을 계기로 사업과 조직을 재점검하겠다고 밝혔다(사업보고서 IV). 국책과제 2건은 2026년 3~4월 시작돼 2027~2030년까지 진행된다(반기보고서 II-6).
- **숫자기반 해석**:
  - 국책과제의 정부출연금 규모와 동사 분담 비율은 공시되지 않았다. 상반기 연구개발비는 2.6억원이다.
  - 재편의 결과는 2026년 상반기까지 매출 4.6% 감소, 평가손익 제외 영업손실 9.4억원으로 나타난다.
  - 확인 가능한 강점인 순현금 106.2억원은 기준일 시가총액 647억원의 16%다.
  - 다음 확인 지점은 2026년 3분기 보고서의 ICT 수주, 키플링 재고 소진 속도, 관계사 손상 검토 여부다.

리스크 요인

① **관계사 지분 손상 가능성** 상장 관계사 3곳의 시가는 장부가보다 362.2억원 낮다. 이는 반기말 자기자본의 38.8%다. 핸디·파마 두 회사는 2025년 말과 2026년 6월 두 시점 연속 시가가 장부가의 절반을 밑돈다. 기업회계기준상 손상 검토 대상이 될 수 있는 상태이며, 손상차손을 인식하면 순이익과 자기자본이 함께 줄어든다. 회사는 두 보고서에 손상 검토 결과를 적지 않았다.

② **키플링 단일 브랜드 의존과 최소매입 의무** 이스트팩 계약이 2026년 3월 끝났다. 키플링 계약에는 연 853만~938만 달러의 최소매입 조항이 있다. 재고는 이미 반기 매출원가의 1.33배인 170.0억원이다. 판매가 매입 약정을 따라가지 못하면 재고 평가손실이 다시 발생할 수 있다. 2025년 하반기에는 같은 경로로 평가손실 25.2억원이 났다.

③ **공공통신 매출 공백** 경찰 재난안전통신망 계약 2건(458.5억원)이 2025년 말 끝났다. 현재 잔고는 아파트 통신공사 중심이며 공정률이 낮다. 경찰청 후속 사업을 따내지 못하면 ICT 부문의 2025년 손실 22.1억원이 이어질 수 있다.

④ **계열사 주식 매입과 소액주주 이해 상충** 동사 현금 37.9억원으로 최상위 지배회사 주식을 샀다. 사외이사는 1인이며 감사위원회는 없다. 이런 결정을 견제할 장치는 공시상 확인되지 않는다. 별도로 최대주주 측 주주 간 거래가 시가의 2.48배에 이뤄졌으나, 이 거래에는 동사 자산이 쓰이지 않았다.

⑤ **원인 미공시 대손** 2026년 2분기 미수금 15.4억원을 대손 처리했다. 상대방과 발생 경위가 공시되지 않아 반복 여부를 판단할 수 없다.

실적 · 재무제표

손익계산서 (단위: 억원)

12월 결산	2023(연결)	2024	2025	1H25	1H26
매출액	594.4	530.7	436.4	224.3	214.0
매출원가	406.9	364.0	328.5	153.8	128.0
(매출원가율, %)	68.5	68.6	75.3	68.6	59.8
매출총이익	187.5	166.7	107.9	70.5	86.0
(매출총이익률, %)	31.5	31.4	24.7	31.4	40.2
판매비와 관리비	172.9	179.8	154.8	78.2	77.6
영업이익	14.6	-13.1	-46.9	-7.7	8.4
(영업이익률, %)	2.5	-2.5	-10.7	-3.4	3.9
EBITDA(영업이익+감가상각비)	24.3	-1.3	-38.3	-2.8	12.2
금융수익	21.8	46.9	43.9	38.6	7.9
금융비용	18.4	19.6	7.6	3.3	9.3
관계기업 지분법손익	-14.7	-1.1	3.1	0.6	4.1
기타손익(관계기업 처분이익 포함)	2.8	3.2	-0.1	-0.2	-14.6
법인세차감전순손익	6.1	16.2	-7.5	27.9	-3.4
법인세비용	0.0	5.0	0.3	5.3	4.3
당기순이익	6.1	11.2	-7.8	22.7	-7.6
지배지분순이익	9.2	14.2	-7.8	22.7	-7.6

자료: 사업보고서·반기보고서 포괄손익계산서·현금흐름표, R-Advisory. EBITDA는 영업이익에 감가상각비·무형자산상각비를 더한 값(사용권자산 상각 포함 공시 조정액 기준)이다. 2024년 기타손익에는 관계기업 처분이익 14.7억원, 염가매수차익 14.2억원, 무형자산 손상 22.2억원이 섞여 있다. 2025년 금융수익의 31.0억원은 금융자산 평가이익이다.

- **회사에 유리한 해석**: 2026년 상반기 매출총이익률은 40.2%로 전년 동기 31.4%보다 8.8%p 높다.
- **숫자기반 해석**:
  - 평가충당금 환입 17.8억원을 매출원가에 되돌리면 상반기 매출총이익률은 31.9%로 전년 동기 평가손실 제외 32.2%와 비슷하다.
  - 2023~2025년(2023년은 연결) 3년 누적 법인세차감전순손익은 14.7억원이다. 같은 기간 영업손익 누계는 45.4억원 손실이고, 금융·지분법·기타손익이 60.1억원이다.
  - 2025년과 2026년 상반기는 세전손실인데 법인세비용이 0.3억원, 4.3억원 발생했다. 이연법인세자산이 16.7억원에서 12.3억원으로 줄었다.

재무상태표 (단위: 억원)

12월 결산	2023(연결)	2024	2025	2026.6
유동자산	762.1	823.2	382.8	400.9
현금및현금성자산	173.4	53.6	114.7	78.3
단기금융상품	336.1	171.0	61.0	61.0
유동 금융자산(공정가치)	5.0	359.9	43.3	35.0
매출채권	28.1	26.1	33.6	34.3
재고자산	203.2	169.7	117.0	170.0
비유동자산	193.3	336.4	686.7	710.8
관계기업 투자	62.0	212.6	574.0	579.7
자산총계	955.4	1,159.6	1,069.5	1,111.8
유동부채	189.3	184.6	107.0	165.2
매입채무 및 기타채무	83.9	84.6	27.2	81.7
차입금	53.7	76.8	54.6	68.1
비유동부채	32.1	18.4	12.8	12.1
부채총계	221.4	203.0	119.8	177.4
자본금	248.8	361.5	363.9	363.9
이익잉여금	307.1	321.2	313.7	282.3
자본총계	734.0	956.6	949.8	934.4

자료: 사업보고서·반기보고서 재무상태표, R-Advisory. 2026.6 이익잉여금 감소 31.3억원은 자사주 이익소각 23.6억원과 반기순손실 7.6억원이다.

현금흐름표 (단위: 억원)

12월 결산	2023(연결)	2024	2025	1H25	1H26
영업활동현금흐름	137.0	23.2	-44.9	-22.6	-14.4
재고자산 감소(증가)	79.3	23.9	25.8	4.8	-35.2
매입채무 증가(감소)	15.8	10.0	-57.6	-21.7	53.9
투자활동현금흐름	-85.0	-346.0	130.7	74.1	-29.6
관계기업 투자 취득	0.0	-136.6	-360.0	0.0	-8.3
유·무형자산 취득	-5.3	-15.5	-3.0	-1.0	-4.4
재무활동현금흐름	-86.2	203.1	-24.5	-55.5	6.8
유상증자	0.0	167.7	0.0	0.0	0.0
FCF(영업현금흐름 – 유·무형자산 취득)	131.7	7.6	-47.9	-23.6	-18.8
기말 현금	173.4	53.6	114.7	49.5	78.3

자료: 사업보고서·반기보고서 현금흐름표, R-Advisory. 2023년 영업현금흐름 137.0억원의 58%(79.3억원)는 재고 감소에서 나왔다.

- **회사에 유리한 해석**: 2023~2025년(2023년은 연결) 3년 누적 FCF는 91.4억원 유입으로 같은 기간 누적 순이익 9.4억원보다 크다.
- **숫자기반 해석**:
  - 누적 FCF의 대부분은 2023년 재고 79.3억원 축소에서 나왔다. 2025년과 2026년 상반기 FCF는 각각 47.9억원, 18.8억원 유출이다.
  - 2024~2025년 관계기업 취득 496.6억원은 같은 기간 FCF 합계 40.3억원 유출 상태에서 이뤄졌다. 재원은 2024년 유상증자 167.7억원과 금융자산 처분이다.

주요 지표

구분	2023(연결)	2024	2025	1H26
매출액 증가율(%)	-	-10.7	-17.8	-4.6 (YoY)
영업이익률(%)	2.5	-2.5	-10.7	3.9
ROE(%)	-	1.7	-0.8	-
부채비율(%)	30.2	21.2	12.6	19.0
유동비율(%)	402.6	445.8	357.8	242.6
차입금의존도(%)	5.6	6.6	5.1	6.1
재고자산 / 매출원가(배)	0.50	0.47	0.36	1.33 (반기)
직원 수(명)	-	-	162	156

자료: 사업보고서·반기보고서, R-Advisory. 2023년은 연결, 2024년 이후는 별도 기준이며 2024년 증가율(-10.7%)은 이 범위 차이를 포함한다. 1H26 재고자산/매출원가는 반기 매출원가 기준이라 연간 수치와 직접 비교하지 않는다.

기업가치 제고 진단

ROE 3분해(D2)

구성요소	2024	2025	처방 라벨
순이익률	2.10%	-1.79%	개선고려
총자산회전율	0.50회	0.39회	개선고려
재무레버리지(평균자산 ÷ 평균자본)	1.25배	1.17배	유지
ROE	1.32%	-0.82%	

자료: 사업보고서, R-Advisory 산출. 당기순이익·총자본 기준, 평균은 기초·기말 단순평균이며 2024년 기초는 2023년 연결 재무상태표다.

- **회사에 유리한 해석**: 레버리지가 1.17배로 낮아 재무위험 없이 수익성만 개선하면 ROE가 회복될 수 있는 구조다.
- **숫자기반 해석**:
  - 총자산회전율이 0.50회에서 0.39회로 낮아진 것은 매출 감소(-17.8%)와 함께 매출을 만들지 않는 관계기업 투자(2025말 자산의 54%)가 늘었기 때문이다.
  - 2024년 순이익률 2.10%도 영업이익이 아니라 금융·기타손익에서 나왔다. 영업이익률 기준으로는 2년 연속 마이너스다.

주주환원 설계 유형(D4)

주주환원 재원 점검

2023~2025 누적 FCF ÷ 누적 순이익	91.4억원 ÷ 9.4억원 = 9.7배 (2023년 재고 축소 79.3억원 포함)
2024~2025만	FCF -40.3억원 · 순이익 3.3억원
판단	이익·현금흐름 연동 환원 산식을 세울 재원이 없다
검토 가능한 유형	조건부(영업흑자 확인 후 순이익 일정 비율), 자사주 소각 정례화

자료: R-Advisory 산출

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 잉여현금흐름을 배당재원으로 해 배당성향을 점차 늘리겠다고 밝혔다(사업보고서 III-6).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년과 2026년 상반기 FCF는 47.9억원, 18.8억원 유출이다. 회사가 말한 배당재원은 아직 만들어지지 않았다.
  - 2026년 6~7월 계열사 주식 매입에는 45.5억원이 쓰였다.

한기평 기준 재무건전성 신호등(D8)

지표	2025	2026.6	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	판정
부채비율	12.6%	19.0%	≤100%	100~200%	>200%	🟢
차입금의존도	5.1%	6.1%	≤30%	30~45%	>45%	🟢
순차입금 / EBITDA	순현금	순현금	≤2배	2~3.5배	>3.5배	🟢
EBITDA / 이자지급	산출불능(EBITDA -38.3억원)	4.6배(환입 포함)	≥5배	3~5배	<3배	⚪ 산출불능 → 유동성으로 판단
영업이익률	-10.7%	3.9%				⚪ 기준선 없음
ROE	-0.8%	-				⚪ 기준선 없음
영업현금흐름 / 영업이익	둘 다 음수	음수 / 양수				⚪ 기준선 없음
유동성 자산 / 차입금	4.0배	2.6배				⚪ 기준선 없음

자료: 사업보고서·반기보고서, R-Advisory 산출. 이자지급은 현금흐름표 기준(2025년 4.2억원, 1H26 2.7억원). 판정 구간은 보고서 표준 양식의 한기평 기준선을 적용했으며, 별도 진단 도구를 돌린 값이 아니다.

회계 품질 플래그

✔	**미분해 손익**	2025년 영업손실 46.9억원 대비 영업외손익 +39.4억원
✔	**이연법인세**	세전손실 연도(2025·1H26)에 법인세비용, 이연법인세자산 16.7억→12.3억원
☐	비현금 금융원가	미검출
✔	**채권 역행**	2025년 매출 -17.8%인데 매출채권 +29.1%(26.1억→33.6억원)
✔	**영업현금흐름 지속 음(−)**	2025년 -44.9억원, 1H26 -14.4억원
✔	**EBITDA ≤ 0**	2025년 -38.3억원 → 이자 커버리지 산출불능

✔ 검출 — 본문 해명 필요 ☐ 미검출

자료: 사업보고서·반기보고서, 독립리서치-R by KONNECT

- 부채 관련 3개 지표는 🟢이다. 수익성·현금창출 지표는 양식상 기준선이 없어 판정하지 않았고, 회계 품질 플래그 5개가 잡혀 본문에 해명 문단(이익의 실체·손익계산서 해석)을 실었다.

Compliance Notice

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

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자인 당사 임직원들은 본 자료 제공일 현재 위 자료에 언급된 종목의 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.

[투자의견 (변동)내역]

일시	2026.10.22
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: 2026.10.21

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

- 증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다.

R – Advisory

BY KONNECT

독립리서치-R by KONNECT

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