R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

서남 (294630, KOSDAQ) · 기업위험진단서 〈기관용〉

자본잠식 50% 경계까지 남은 자본 9.2억원

먼저 볼 것

1. 자본잠식률 43.0%, 50% 경계까지 자본 9.2억원 (→ R7)
2. 1년 내 만기 차입금 29.5억원, 현금 23.3억원 (→ R2)
3. 2027.01.14 보호예수 해제 222만주, 8.39% (→ R6)
4. 상반기 영업현금흐름 −23.8억원, 가동률 3.06%(반기) (→ R1·R3)
5. R-Index 품질 3개 미흡, WP는 반기 이전 산출 (→ §4)

이 문서의 성격

이 문서는 「왜 좋은가」가 아니라 **「무엇이 잘못될 수 있는가」**를 적습니다. 공통 8축(R1~R8)과 기관 전용 6축(I1~I6), R-Index 6대 지수, 상장유지 요건까지의 거리를 계산값으로 제시하고, 판단은 하지 않습니다.

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

▶ AT A GLANCE

투자의견	제시하지 않음
목표주가	제시하지 않음
현재주가	**3,125원 (26.10.02)**
시가총액	828.1억원
발행주식수	26,499,179주
유동주식 (비율)	24,296,525주 (91.7%)
52주 종가 범위	2,325원 / 5,670원
3개월 일평균거래대금	10.99억원
자본총계 / 자본금	75.5억원 / 132.5억원
현금 / 단기차입금	23.3억원 / 29.5억원

시장데이터 2026.10.02 종가(발행사 확인). 유동주식은 발행주식수에서 최대주주 등 2,202,654주를 뺀 값입니다. 재무는 2026.06.30 반기(검토) 기준입니다

▶ 신호 분포

공통 R1~R8	미흡 4 · 주의 4
기관 I1~I6	주의 5 · 판정 대상 아님 1
R-Index 6	미흡 3 · 주의 1 양호 1 · 판정 불가 1

신호는 미흡 · 주의 · 양호 · 판정 불가 네 단계입니다. 판정 불가는 양호가 아니라 판단에 필요한 자료를 확보하지 못했다는 뜻입니다. I4는 사실 제시 항목이라 판정 대상이 아닙니다

▶ 기준일

문서	2026.10.04
시장 데이터	2026.10.02 종가
재무	2026.06.30 반기(검토) 2025.12.31 사업연도(감사)
R-Index	FY2023~25 · WP 2026.05.15

SUMMARY FINANCIAL DATA 별도, 단위 억원

	2023	2024	2025	26.1H
매출액	63.9	14.1	33.9	16.5
매출총이익	8.2	-9.1	-4.3	-7.5
영업이익	-30.9	-44.7	-38.6	-25.0
당기순이익	-112.5	-39.4	-39.8	-24.9
영업활동현금흐름	-19.9	-20.3	-19.1	-23.8
현금및현금성자산	22.9	1.6	46.1	23.3
단기차입금	18.0	18.0	30.6	29.5
자본총계	110.1	78.6	97.4	75.5
자본잠식률 (%)	6.4	34.5	26.1	43.0

자료: 전자공시 DART 사업보고서(2026.03.18)·반기보고서(2026.08.13), R-Advisory by KONNECT · 별도재무제표 · 26.1H 는 연환산하지 않은 반기 수치(검토)

표제부

Table 1. 기준일

구분	기준일	원천
문서 기준일	2026.10.04	—
시장 데이터 기준일	2026.10.02 종가	발행사 확인 합본수치
재무 기준일	2026.06.30 반기(검토) · 2025.12.31 사업연도(감사)	DART 반기보고서(2026.08.13) · 사업보고서(2026.03.18)
R-Index 기준일	FY2023~FY2025 (R-계보 v3.1) · WP 2026.05.15 산출	발행사 제공 합본수치
벤치마크 기준일	2026.07.06 (KOSDAQ × KSIC 28, n=61)	발행사 R-Index 벤치마크

위험 신호 분포 — R1~R8 중 미흡 4(R1 · R2 · R3 · R8) · 주의 4(R4 · R5 · R6 · R7) · 양호 0 · 판정 불가 0.

즉시 확인 사안 — ① 자본잠식률 43.0%와 50% 경계까지 9.2억원(→ R7) ② 1년 이내 만기 차입금 29.5억원 대 현금 23.3억원(→ R2) ③ 2027.01.14 보호예수 해제 2,222,220주(→ R6).

다음 확인 시점 — 2026년 3분기보고서(제출 시한 2026.11.16 — 분기 종료 후 45일째인 11.14가 토요일), 2026 사업연도 감사보고서(2027.03).

1. 회사와 손실 구조

서남은 2세대 고온초전도(REBCO) 선재와 버퍼선재, 선재 제조장비(IBAD)를 만들어 판매합니다. 2004년 설립됐고 2020년 2월 코스닥에 기술특례로 상장했습니다. 재무는 별도 기준이며 연결대상 종속회사는 없습니다.

손실 구조는 세 사실로 요약됩니다.

1. 매출이 고정비를 흡수하지 못합니다. 2025년 매출 33.9억원 중 57.8%(19.6억원)가 장비 계약 1건이고, 생산설비 가동률은 2025년 6.84%, 2026년 상반기 3.06%(반기 환산, 공시값은 연간 생산능력 대비 1.53%)입니다.
2. 매출총이익이 2024년부터 적자입니다. 영업현금흐름은 2023~2025년 연 −19~−20억원, 2026년 상반기 −23.8억원입니다.
3. 손실을 증자로 메워 왔습니다. 자본금과 주식발행초과금 합계 850.8억원 중 789.1억원(92.7%)이 누적결손금입니다.

* 주: 26.1H는 연환산하지 않은 반기 수치이며 반기 재무제표는 검토 대상입니다. 2023년 금융비용에는 전환사채 전환권 관련 파생금융부채평가손실 86.9억원이 있고, 같은 해 평가이익 6.2억원과 상계한 순액은 80.7억원(비현금)입니다. 자료: DART 사업보고서·반기보고서.

2. 공통 코어 8축 (R1~R8)

Table 3. 공통 코어 8축 판정

축	신호	핵심 근거
R1 존속	미흡	자본잠식률 43.0% · 3년 누적 FCF −87.0억원 · 현금 23.3억원 대 반기 OCF −23.8억원
R2 유동성·상환	미흡	1년 이내 만기 차입금 29.5억원 > 현금 23.3억원 · 미사용 여신 1.5억원 · 신한은행 한도 2.8억원 소멸
R3 이익의 질	미흡	매출총이익 2024·2025·26.1H 적자 · OCF 3년 연속 음(−) · 재고평가손실 반복
R4 자산의 질	주의	유형자산 74.9억원 대 가동률 3.06%(반기 환산) · 토지 재평가잉여금 10.3억원
R5 지배구조	주의	최대주주 측 8.31% · 대표이사 2025년 85,000주 장내매도 · 담보 제공 여부 확인 필요
R6 오버행·희석	주의	2027.01.14 보호예수 해제 2,222,220주(8.4%) · 미상환 CB·BW 없음 · 미행사 스톡옵션 137,500주
R7 규제·상장유지	주의	자본잠식률 50%까지 자본총계 −9.2억원(−12.2%) · 2026 법차손 가상 계산 66~99%
R8 사업·집중	미흡	2025 매출 57.8% 단일 장비 계약 · 2026.1H 미국 매출 82.6%

R1. 존속 — 미흡

감사인(대주회계법인)은 2023~2025 사업연도에 3년 연속 적정의견을 냈고 계속기업 관련 중요한 불확실성을 기재하지 않았습니다. 판정 근거는 자본과 현금의 소진 속도입니다.

- 자본잠식률이 2025년 말 26.1%에서 2026년 6월 말 43.0%로 올랐습니다(자본금 132.5억원, 자본총계 75.5억원).
- 최근 3년 누적 FCF는 −87.0억원입니다(영업현금흐름 − 유형자산 취득).
- 2026년 6월 말 현금 23.3억원은 상반기 영업현금흐름 −23.8억원과 비슷한 규모입니다.

2026 사업연도부터 감사인이 삼일회계법인으로 바뀌었습니다. 반기보고서는 사유를 「주식회사 등의 외부감사에 관한 법률 제11조 제2항 및 동법 시행령 제15조 제1항」에 따른 증권선물위원회 지정으로 적었고, 지정 기간은 2026~2028 사업연도입니다. 2026 반기 검토결론은 반기보고서 본문 표에 기재되어 있지 않습니다 → § 5-4.

R-Index WP 0.055(LOW)는 이 축의 결론이 아닙니다. WP는 관계형리스크 중심의 악화도이고 2026.05.15에 한 번 산출돼 반기 결산을 반영하지 않았을 수 있습니다.

R2. 유동성·상환 — 미흡

Table 4. 차입금과 유동성 완충 (2026.06.30)

항목	금액	비고
단기차입금 (기업은행 중소기업자금대출·회전대출)	29.5억원	이자율 4.27~4.73%
계약상 만기 3개월~1년 구간 (이자 포함)	30.2억원	2026.10~2027.06 사이
현금및현금성자산	23.3억원	—
현금 − 1년 내 만기 원금	-6.2억원	—
약정한도 / 실행 / 미사용	31.0 / 29.5 / 1.5억원	기업은행
신한은행 외상매출담보대출 한도	소멸	전기말 2.8억원
담보 제공 자산 장부가 / 설정액	59.8 / 38.4억원	토지·건물·기계장치

* 주: 특수관계자로부터 제공받은 담보·지급보증은 없습니다(반기보고서 주석). 자료: DART 반기보고서 재무제표 주석 「차입부채」·「우발부채와 약정사항」·「유동성위험」.

1년 이내 만기 차입금이 현금보다 6.2억원 많고, 미사용 여신은 1.5억원입니다. 만기 연장 조건은 공시에서 확인되지 않습니다. 확인되는 현금 유입원은 다음과 같습니다.

- 휴스턴대 장비 계약 잔금: 계약금액의 40%, 약 107.6만 달러. 30%는 선적 전, 10%는 납품 후 수령 조건이며 계약기간은 2026.11.16까지입니다.
- VEIR 공급계약 4.3억원(2026.07.13~10.13), 미국 업체 공급계약 6.62억원(~2027.02.10, 선급금 없음).

R3. 이익의 질 — 미흡

Table 5. 2026.1H 영업손실 변화의 3요인 분해 (전년 동기 대비, 억원)

요인	산식	기여
마진율 효과	(당기 GM% − 기준 GM%) × 당기 매출	-6.4
물량 효과	(당기 매출 − 기준 매출) × 기준 GM%	-0.2
판관비 효과	−(당기 판관비 − 기준 판관비)	+0.4
합계 (영업이익 −18.9 → −25.0)		-6.1

* 주: 매출총이익률 2025.1H −6.8% → 2026.1H −45.4%. 자료: DART 반기보고서, R-Advisory 계산.

적자 확대의 거의 전부가 마진율 효과입니다. 2세대 선재 판매단가(4mm·m당)는 2026년 상반기에 수출 −16.6%, 내수 −24.2% 내려갔고, 은(Ag) 타깃 단가는 1,839원에서 4,299원으로 올랐습니다(+134%).

- 영업현금흐름은 2023~2025년 3년 연속 음(−)이고 2026년 상반기에도 음(−)입니다.
- 재고자산평가손실이 2024년 9.2억원, 2025년 5.3억원(현금흐름표 조정액)으로 반복됐습니다.
- 감사인은 3년 연속 「제품매출 인식」을 핵심감사사항으로 지정했습니다.

R4. 자산의 질 — 주의

- 유형자산 74.9억원(2026.06.30)은 연 648km(4mm 환산) 생산설비입니다. 가동률 3.06%(반기 환산)에서 2026년 상반기 선재 매출은 6.7억원입니다. 2025년 유형자산손상차손은 0.34억원이며, 손상검사 가정은 공시에서 확인되지 않습니다 → §5-9.
- 토지는 재평가모형으로 측정하며 재평가잉여금 누계는 10.3억원입니다. 2025년 토지 장부가가 5.2억원 늘었습니다.
- 기말 재고 71,195m(4mm 환산)는 2026년 상반기 판매량 26,978m의 2.6배입니다.

R5. 지배구조 — 주의

Table 6. 주요 주주 (2026.06.30)

주주	주식수	지분율
문승현 (대표이사·최대주주)	990,000	3.74%
이호엽 (특수관계인)	763,056	2.88%
이헌주 (특수관계인)	439,598	1.66%
손미영 (특수관계인)	10,000	0.04%
최대주주 측 합계	2,202,654	8.31%
신한벤처투모로우투자조합1호	888,888	3.35%
컴퍼니케이 AI퓨처테크펀드	888,888	3.35%
비에이피제5호·제6호 투자조합	444,444	1.68%

* 주: 지분율은 반기보고서 주석의 발행주식 26,499,179주 기준이며, 같은 보고서 VII는 26,366,319주 기준 8.35%로 적었습니다. 이헌주 20,000주(2026 상반기)·문승현 85,000주(2025) 장내매도. 소액주주 82.74%(32,413명, 2026.06.30).

최대주주 측 주식의 담보 제공 여부는 확인 필요입니다 → §5-2. 담보 비율이 확인되기 전에는 8.31%의 안정성을 판정하지 않습니다. 제3자배정 투자조합 4곳의 합계(8.39%)는 최대주주 측 합계(8.31%)보다 큽니다.

R6. 오버행·희석 — 주의

오버행 (주식수는 그대로, 매물 증가)

- 2025.12 제3자배정 신주 2,222,220주(주당 2,250원, 발행주식의 8.4%)가 2026.01.13 예탁, **2027.01.14 반환예정**입니다(보호예수 사유: 모집 전매제한, 상장일로부터 1년). 배정대상자는 위 Table 6의 투자조합 4곳입니다. 현재가 3,125원은 발행가 대비 +38.9%입니다.
- 최대주주 측 담보: 확인 필요(R5).

희석 (주식수 증가)

- 미상환 전환사채·신주인수권부사채는 없습니다(반기보고서 III-7).
- 미행사 주식매수선택권 137,500주(0.52%) — 3회차 72,500주(행사가 2,155원), 4회차 65,000주(3,445원, 2027.02.25 행사 개시). 반기보고서 VIII 표는 2026.06 행사분 반영 전 수량이라 주석 20과 다릅니다.
- 발행주식수는 2021년 말 2,036.5만주에서 2,649.9만주로 30.1% 늘었습니다.

R7. 규제·상장유지 — 주의

Table 7. 상장유지 요건까지의 거리 (하방, 가까운 순)

요건	기준	현재값	요건에 닿으려면	신호
자본잠식률 (반기말 적용 여부 확인 필요)	50% 이상 → 관리종목	43.0% (26.6.30)	자본총계 −9.2억원 (−12.2%)	주의
법차손	3사업연도 중 2회 자기자본 50% 초과·10억원 이상	2024 50.2% · 2025 40.8% · 26.1H 33.0%	2026 연간 가상 계산 66~99%	주의
매출액 (현행)	30억원 미만 → 관리종목	33.9억원 (2025)	−11.4%	주의
매출액 (2027, 시총 600억원 미만 시)	50억원	33.9억원 · 시총 828.1억원	시총 −27.5% (경계 주가 2,264원)에서 적용 대상	주의
시가총액 (2027.01)	300억원	828.1억원	−63.8% (경계 주가 1,132원)	해당 없음
주가 (동전주)	1,000원	3,125원	−68.0%	해당 없음
시가총액 (2026.07~)	200억원	828.1억원	−75.8% (경계 주가 755원)	해당 없음
자기자본	10억원 미만	75.5억원	−86.8%	해당 없음
감사의견 · 지분분산 · 공시위반 · 완전자본잠식	사유 발생형	적정 3년 · 소액주주 82.74% · 거래소 제재 없음(반기 XI)	하락으로 닿는 요건이 아님	해당 없음

* 주: 신호는 공시된 2026.06.30 값 기준입니다. 상반기 월평균 순손실(4.2억원)이 7~9월에도 이어졌고 자본 유입이 없었다면 9월 말 자본총계는 약 63.0억원으로 경계(66.2억원) 아래이며, 이 값은 3분기보고서에서 처음 확인됩니다. 법차손 2026 연간 비율과 연말 잠식률(54~62%)은 하반기 손실 15억~25억원·자본 유입 없음을 가정한 가상 계산입니다. 시가총액 요건이 먼 것은 주가가 순자산의 11.0배(업종 Peer 중위 0.66배)에 형성돼 있기 때문입니다.

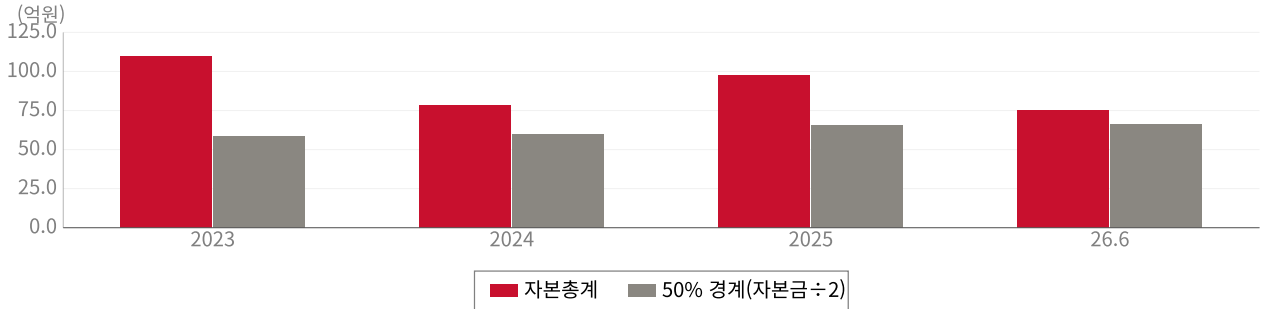
Table 8. 규정 근거와 확신도

항목	내용	출처	확신도
자본잠식률 50% 관리종목	사업연도말 · 반기말 포함 여부	코스닥시장 상장규정 해설	해설 기준 — 조번호 확인 필요
법차손 요건 · 기술특례 유예	3사업연도 중 2회 · 상장 후 유예	인베스트조선(2024.11.05) · 비즈워치(2025.03.11) · 발행사 확인	해설 기준 — 조번호 확인 필요
기술특례 유예 종료 (법차손·매출액)	2025년 초부터 적용	발행사 확인	확인 필요 — 법차손 산입 첫 해 2024/2025
시가총액 200억원(2026.07)·300억원(2027.01)	금융위 2026.05.13 승인	법률신문 · 금융위 보도자료 · 법무법인 세종	복수 출처 일치
매출액 50억원(2027)·75억원(2028)·100억원(2029)	시총 600억원 미만 기업	법무법인 태평양(2025.01.22)	예정 — 가속화안 반영 여부 확인 필요
동전주(1,000원)	2026.07 시행	금융위 · 법무법인 세종	복수 출처 일치

연속 영업손실 — 상장유지 요건과는 제도가 다릅니다. 연속 영업손실은 투자주의환기종목 지정 사유이며 관리종목·상장폐지 요건이 아닙니다. 동사의 영업손실은 2022~2025년 4개 사업연도 연속이고(2022년은 외부 집계 기준) 2026년 상반기도 손실입니다. 2021년 이전 연차와 기술특례 유예 적용 여부는 확인 필요입니다.

2025년의 선례. 2025.12.23 납입된 유상증자 50억원이 없었다면 2025년 법차손 비율은 83.6%, 자본잠식률은 60.6%였습니다(R-Advisory 계산). 공시된 자금 용도는 운영자금 47.0억원·채무상환 3.0억원입니다. 2026년에 법차손 비율을 50% 이하로 맞추는 데 필요한 연말까지의 신규 자본은 같은 가정에서 약 19~49억원입니다.

자본총계와 자본잠식률 50% 경계 (억원)

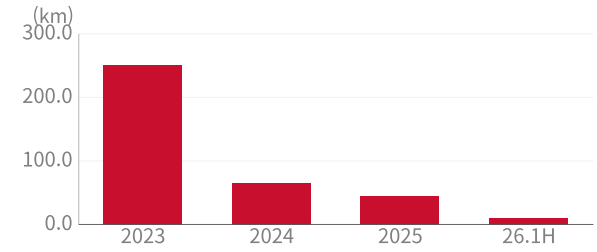


자료: DART 사업보고서·반기보고서, R-Advisory by KONNECT · 경계 = 자본금 ÷ 2

R8. 사업·집중 — 미흡

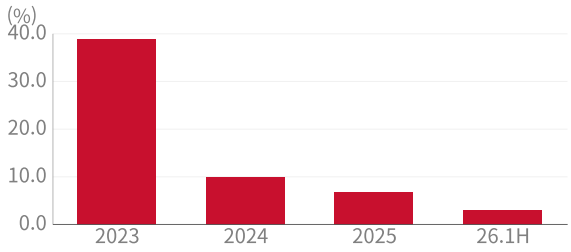
- 2025년 매출 33.9억원 중 19.6억원(57.8%)이 휴스턴대 장비 계약 1건입니다. 이 계약의 잔고는 9.2억원이고 계약기간은 2026.11.16까지입니다. 장비 매출은 2023년 30.2억원, 2024년 0원, 2025년 19.6억원입니다.
- 2026년 상반기 매출은 장비 55.0%, 2세대 선재 40.5%이고, 지역별로는 미국 82.6%, 해외 합계 88.2%입니다 (반기보고서 주석 지역별 수익).
- 2026년 공급계약 2건(VEIR 4.3억원, 미국 업체 6.62억원)이 공시됐습니다. VEIR 계약의 공개된 내용은 적용 실증 목적의 공급이며 상용 데이터센터 적용은 확인되지 않습니다. 미국 업체 계약은 상대방과 용도가 공시되지 않았습니다.
- 경쟁: 학술 리뷰(Zhao 외, Superconductivity 2025.09)는 세계 REBCO 생산량을 연 5,000km 이상(12mm 폭)으로 추정합니다. 동사의 2025년 판매량 20.3km(4mm)는 폭 환산 시 0.1%대입니다. 영국 STEP TF 모델코일용 테이프 본발주 200km는 상해초전도 단독(영국 정부 조달 공고 065035-2025), CFS의 10,000km 이상 발주는 Fujikura(CFS 2026.09.30 발표)입니다.

생산실적 (4mm 환산, km)



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

가동률 (%)



자료: DART 사업보고서·반기보고서, R-Advisory by KONNECT · 26.1H는 반기 환산

3. 기관 전용 6축 (I1~I6)

Table 9. 기관 전용 6축 판정

축	신호	핵심 근거
I1 유동성 제약	주의	3개월 일평균거래대금 10.99억원 · 중위값 4.07억원
I1-4 가격 위험	주의	52주 종가 2,325~5,670원 · 현재가 고점 대비 −44.9%
I2 매매·보유 관련 제도	주의	투자경고종목 지정 2023.08 · 2026.02
I3 모델 리스크	주의	ROE 음(–) · PBR 산식 3종(6.61~11.0배)
I4 보유·공시 의무	판정 대상 아님	사실 제시 항목
I5 ESG·평판·제재	주의	핵심감사사항 3년 연속 · 2022 불성실공시 지정 예고
I6 포트폴리오 상관·집중	주의	초전도 테마 반응 이력 · 미국 매출 82.6%

I1. 유동성 제약

유동주식수는 발행주식수 26,499,179주에서 최대주주 등 2,202,654주와 자기주식 0주를 뺀 24,296,525주(91.7%)이고, 실질 유통 시가총액은 759.3억원입니다(2026.10.02 종가 3,125원). 이 가운데 2,222,220주는 2027.01.14까지 보호예수 중입니다.

Table 10. 정리 소요일수 (거래일, 소수점 올림)

금액	ADTV 10.99억원 · 참여율 20%	참여율 10%	ADTV 중위 4.07억원 · 참여율 20%	참여율 10%
10억원	5	10	13	25
30억원	14	28	37	74
41.4억원	19	38	51	102
82.8억원	38	76	102	204

* 주: 금액 행은 임의로 고른 기준점이며 문턱이 아닙니다. 3개월 평균은 4·7·9월 급등일이 끌어올린 값이라 중위값과 2.7배 차이가 납니다. 참여율 모형은 시장충격을 반영하지 않으므로 소요일수는 하한값입니다. 산식: 금액 ÷ ADTV ÷ 참여율.

I1-4. 가격 위험

현재가 3,125원은 52주 종가 최고 5,670원(2026.04.16) 대비 −44.9%, 최저 2,325원(2025.11.21) 대비 +34.4%입니다. 장중 52주 최고가는 7,150원입니다. 2023.08 LK-99 사태 때 장중 15,000원(2023.08.08, 머니투데이 보도)을 기록했고, 같은 시기 회사는 LK-99 연구진과 협력·교류가 없다고 공식 부인했습니다. 시장모형 회귀값(R^2·알파)은 확인 필요입니다.

I2. 매매·보유 관련 제도 사항

- 투자경고종목 지정: 2023.08.02(에너지경제 보도), 2026.02.19(CBC뉴스 보도). 2023.08.04 1일 매매거래정지.
- PBR은 업종(GICS 20) 내 백분위 91.8%(2025Q4, 원천 산식 6.61배)로, 저PBR 리스트 해당 여부 판정과 거리가 있습니다. 판정 기준의 공표 여부는 확인 필요입니다.
- 공매도·대차 가능 여부와 신용융자 한도는 확인 필요입니다 → §5-8.

I3. 모델 리스크

- 자본비용(COE) 10.35% = Rf 4.006%(국고채 3년, 2026.09.23) + β 0.9066(KSIC 28 산업 중위, 62사) × ERP 7.0%(정책 상수). 개별 회귀 베타가 아니라 산업 중위값입니다.
- ROE −40.8%(2025, 기말자본)로 Equity Spread는 −51.2%p이며, ERP 5~8% 범위에서 −49.4~−52.1%p입니다. ERP 가정보다 ROE 부호가 결과를 정합니다.
- PER은 적자로 산출되지 않습니다. PBR은 6.61배(원천 산식, 2025Q4) · 8.50배(2025말 자본 ÷ 현재 주식수) · 11.0배(2026.06말 자본)로, 자본이 반기에 22.5% 줄어 산식 간 차이가 큽니다. 업종 Peer(KSIC 5자리·시총 0.5~2.0배, 4사) 중위 PBR은 0.66배입니다.

I4. 보유·공시 의무

5% 보고 기준선은 1,324,959주(41.4억원), 10% 기준선은 2,649,918주(82.8억원)입니다(2026.10.02 종가·발행주식수 기준).

I5. ESG·평판·제재

- 감사인: 2023~2025 대주회계법인 적정. 2026~2028 삼일회계법인(외부감사법 제11조 제2항 등에 따른 증선위 지정).
- 핵심감사사항: 「제품매출 인식」 3년 연속.
- 불성실공시: 2022.08.26 불성실공시법인 지정 예고(실적 전망 공시 면책 문구 누락, 이데일리 보도). 반기보고서 XI는 2026.06.30 현재 「한국거래소 등으로부터 받은 제재」 해당사항 없음으로 적었습니다.
- 소송: 반기보고서 XI 「중요한 소송사건」은 해당사항 없음이며, 주석에 원고로 진행 중인 손해배상 청구 1건이 있습니다.

I6. 포트폴리오 상관·집중

주가는 초전도 관련 외부 사건에 반응한 이력이 있습니다(I1-4). 매출은 미국 82.6%로 달러에 노출돼 있습니다(2026.1H).

4. R-Index 6대 지수

* 지수 출처: R-계보 v3.1(FY2023~2025), WP v8.2.0(2026.05.15 1회 산출), 관계형리스크(관측창 2023.09~2026.03), 발행사 제공 합본수치. 벤치마크: 발행사 R-Index 벤치마크 2026.07.06(KOSDAQ × 전기장비 KSIC 28, n=61).

R-Index 6대 지수 RAYMOND INDEX · FY2025

품질 4지수(CEI·CGI·RII·MAI)는 100점 환산, 위험 2지수(WP·관계형)는 0~1 값이며 게이지는 ×100으로 그렸습니다. 벤치마크 KOSDAQ×KSIC28(n=61, 2026.07.06).

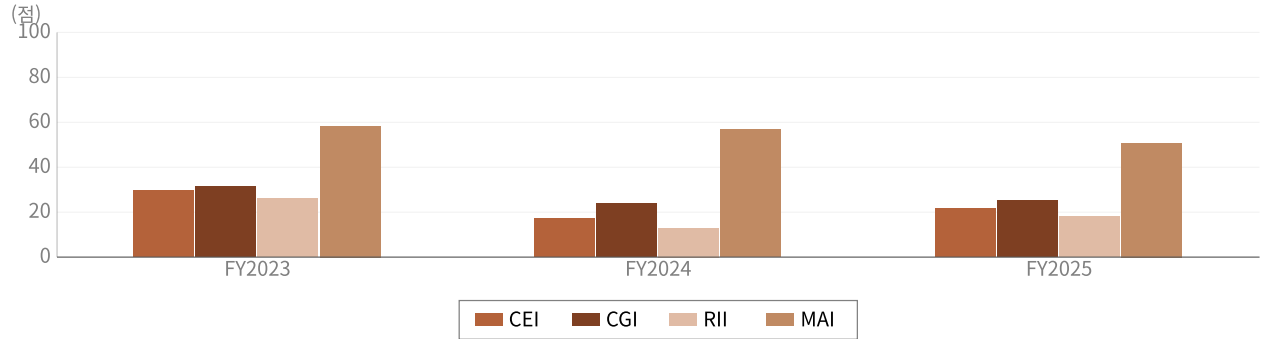
CEI 자본효율	**21.6**	**미흡** · 높을수록 좋음. 업종 평균 49.0 대비 −27.4, 상위10% 87.0 대비 −65.4. **29.6 → 17.2 → 21.6**
CGI 현금거버넌스	**25.2**	**미흡** · 높을수록 좋음. 업종 평균 54.9 대비 −29.7, 상위10% 77.3 대비 −52.1. **31.3 → 23.9 → 25.2**
RII 재투자강도	**18.1**	**미흡** · 높을수록 좋음. 업종 평균 51.4 대비 −33.3, 상위10% 85.8 대비 −67.7. **26.2 → 13.0 → 18.1**
MAI 시장적응	**50.8**	**주의** · 높을수록 좋음. 업종 평균 62.6 대비 −11.8, 상위10% 79.1 대비 −28.3. **58.3 → 56.8 → 50.8**(2년 연속 하락)
WP 악화위험도	**0.055**	**양호** · 낮을수록 좋음. 업종 평균 0.129 대비 −0.074, 위험 상위 10% 경계 0.528보다 낮음(LOW). 2026.05.15 1회 산출, 반기 결산 이전 값
관계형 관계형리스크	**0.0483**	**판정 불가** · 낮을수록 좋음. 원천 채택값 LOW, 다른 산출면 2곳 MEDIUM. 업종과 척도가 달라 갭 없음

자료: 발행사 제공 합본수치(2026.10.04), 발행사 R-Index 벤치마크(2026.07.06), R-Advisory

Table 11. 지수 정의 (기관용)

지수	방향	구성
CEI 자본효율	높을수록 좋음	자산회전율 25 · ROIC 25 · 유형자산효율 20 · 현금수익률 20 · 효율성추세 10
CGI 현금거버넌스	높을수록 좋음	자금조달효율 25 · 현금활용도 20 · 주주환원균형 20 · 부채건전성 20 · 현금적정성 15
RII 재투자강도	높을수록 좋음	CAPEX강도 30 · 투자괴리율 30 · 재투자율 25 · 투자지속성 15
MAI 시장적응	높을수록 좋음	매출-투자동조성 30 · 이익품질 25 · 투자지속성 20 · 성장투자비율 15 · FCF추세 10
WP 악화위험도	낮을수록 좋음	관계형·재무·CB·임원 피처 기반 ML 악화도
관계형리스크	낮을수록 좋음	분기 이벤트 가중합 — 분쟁 임시주총 4.0 · 임원 해임 2.0 · CB 발행 1.5 · 대표 변경 1.0 · 대주주 변동 1.0

R-Index 품질 4지수 3개년 추이 (점) — WP·관계형리스크는 1회 산출로 추이 판정 불가



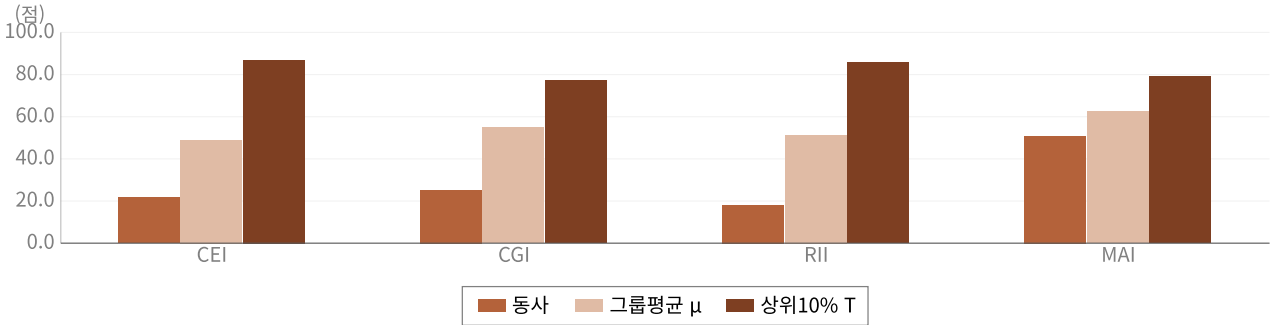
자료: 발행사 제공 합본수치(R-계보 v3.1), R-Advisory by KONNECT

진단 서술 — 수준 · 추세 · 원인 · 연결

- **CEI 21.6 (미흡)** — 그룹 μ 49.0 대비 −27.4, 상위10% T 87.0 대비 −65.4. 29.6 → 17.2 → 21.6. 원인은 자산회전율 0.24회(2025)와 음(−)의 ROIC로 추정됩니다(구성요소 점수 미확보). R3·R4로 이어집니다.
- **CGI 25.2 (미흡)** — μ 대비 −29.7, T 대비 −52.1. 31.3 → 23.9 → 25.2. 증자 자금이 영업현금 유출을 메우고, 부채건전성 구성요소가 보는 EBITDA가 음(−)입니다(추정). R2 만기 구조·R6 희석으로 이어집니다.
- **RII 18.1 (미흡)** — μ 대비 −33.3, T 대비 −67.7. 26.2 → 13.0 → 18.1. 유형자산 취득이 2023년 17.1억원에서 2025년 0.4억원으로 줄었고, 신규 IBAD 설비는 총소요 39.9억원 중 0.9억원 지출(진척 30%)입니다. R8로 이어집니다.
- **MAI 50.8 (주의)** — μ 대비 −11.8, T 대비 −28.3. 58.3 → 56.8 → 50.8로 2년 연속 하락. 이익품질 구성요소(OCF/순이익)는 R3의 OCF 괴리와 같은 사실입니다.
- **WP 0.055 (양호)** — μ 0.129 대비 −0.074, 위험 상위 10% 경계 0.528(높을수록 나쁨) 대비 −0.473. 1회 산출이라 추이는 판정 불가입니다. R1의 근거 하나이며, 산출일(2026.05.15)이 반기 결산 이전입니다.
- **관계형리스크 0.0483 (판정 불가)** — 원천이 채택한 값은 LOW입니다. 같은 원천의 다른 산출면 두 곳은 MEDIUM이었고, 원천은 그중 하나를 근거 사건(임시주총 분쟁 1건)의 분류 오류로, 다른 하나를 2025.12 단일 시점 값으로 보고 채택하지 않았습니다. 업종 벤치마크와 척도가 달라 갭을 낼 수 없고, 1회 산출이라 추이도 판정 불가입니다. R5로 이어집니다.

4분면 — 위험 축은 WP만 낮음(관계형리스크 판정 불가), 품질 축은 미흡입니다. 4분면 ②(사고 신호 없음·자본 효율 미흡)에 가깝지만, WP가 반기 결산 이전 값이라 R1·R7의 반기 사실과 함께 읽습니다.

R-Index 벤치마크 갭 (FY2025, 점) — CEI·CGI·RII 미흡 · MAI 주의



자료: 발행사 R-Index 벤치마크 2026.07.06 (KOSDAQ×KSIC28, n=61), 발행사 제공 합본수치

5. 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. 9월 말 자본총계 *(확인 필요)* — DART 2026년 3분기보고서 · 재무상태표 · 자본금 대비 자본총계를 봅니다.
2. 최대주주 측 주식 담보 제공 비율 *(확인 필요)* — DART 「임원·주요주주 특정증권등 소유상황보고서」 · 담보 제공 주식수를 봅니다.
3. 법차손 요건의 산입 첫 해와 자본잠식 요건의 반기말 적용 범위 *(확인 필요)* — 코스닥시장 상장규정 · 관리종목 지정 조항과 기술특례 부칙을 봅니다.
4. 2026 반기 검토결론 *(확인 필요)* — DART 반기보고서 첨부 「반기검토보고서」 · 검토결론 문단을 봅니다.
5. 단기차입금 만기 연장 조건 *(공시에서 확인되지 않습니다)* — 회사 IR에 문의해 확인할 수 있습니다.
6. 2026.08.13 「타법인주식 취득(유상증자)」 공시 내용 *(확인 필요)* — DART 해당 일자 공시 · 취득 대상과 금액을 봅니다.
7. R-Index WP 3개년 추이 · 관계형리스크 업종 척도 값 *(확인 필요)* — 발행사 R-Index 운영 DB · 연도별 산출값을 봅니다.
8. 공매도·대차 가능 여부, 신용융자 한도 *(확인 필요)* — 한국거래소 정보데이터시스템 · 종목 정보를 봅니다.
9. 토지 재평가 감정평가기관·기준일, 유형자산 손상검사 가정 *(공시에서 확인되지 않습니다)* — 회사 IR 문의 · 재평가 기준일과 손상검사 할인율·회수가능액 가정을 봅니다.
10. 2022 불성실공시 지정 예고의 최종 처리 *(확인 필요)* — KIND 「공시위반 제재 현황」 · 2022.08~09 처리 결과를 봅니다.

6. 재검토 트리거

아래 중 하나가 일어나면 이 문서의 판정을 다시 확인해야 합니다.

- 유상증자·CB·BW 결의 (R6 · R7)
- 2026 3분기보고서·사업보고서 공시 (R1 · R2 · R3 · R7)
- 관리종목 지정 공시 (R7)
- 최대주주 변경 또는 주식담보 계약 공시 (R5)
- 단기차입금 만기 연장 또는 상환 관련 공시 (R2)
- 2027.01.14 보호예수 해제 이후 투자조합 지분 변동 공시 (R6)
- 주가가 경계 주가(1,132원 · 2,264원)의 ±10% 안으로 들어올 때 (R7)

7. 자료 원천

구분	원천	기준일
재무·주석·주주·보호예수	DART 사업보고서(2026.03.18) · 반기보고서(2026.08.13)	2025.12.31 · 2026.06.30
시장 데이터 · PBR 백분위 · Peer	발행사 확인 합본수치	2026.10.02
R-Index 6대 지수 · 자본비용 입력	발행사 제공 합본수치	FY2023~2025 · 2026.05.15 · Rf 2026.09.23
벤치마크	발행사 R-Index 벤치마크	2026.07.06
상장 규정	법률신문 · 금융위 · 법무법인 세종·태평양 · 인베스트조선 · 비즈워치	2025.01~2026.05
시장조치·주가 이력	에너지경제(2023.08.03) · 머니투데이(2023.08.14) · CBC뉴스(2026.02.14) · 이데일리(2022.08.26)	보도일
산업·경쟁	Zhao 외(Superconductivity 2025.09) · UK Find a Tender · CFS(2026.09.30)	문서 일자
공급계약	DART 단일판매·공급계약 공시(2026.07.14 · 2026.09.04)	공시일

고지

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

[발행사 정보]
R-Advisory by KONNECT

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