R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

이삭엔지니어링 (351330, KOSDAQ)

기존 주력 고객 매출 확대와 자원순환 업황 개선, 원가율 정상화와 신사업 손익 입증이 다음 과제

SUMMARY

1. 2006년 설립, 2021년 코스닥 상장한 반도체·철강 설비 제어 엔지니어링 기업
2. SK하이닉스 등 기존 대기업 고객 매출 확대 — 10% 이상 고객 3사 +40.8%
3. 주력 고객 설비투자 확장 — SK하이닉스 M15X 가동·용인 1기 팹 31조원
4. 2025년 매출 +15.4% 회복, 매출총이익률 3.4%로 원가율 정상화 과제
5. 코발트·리튬 반등과 블랙매스 교역 개방, 자원순환 관계기업 매출 53억원
6. 재활용 선도업체 경로 대조, 관계기업 손익·대여금 회수는 확인 단계

매출은 회복, 이익은 저점 — 2025년은 확장의 비용이 확정된 해

2025년 연결 매출은 789.9억원(+15.4%)으로 회복하였으나 영업손실은 -71.8억원으로 확대되었고, 매출총이익률은 3.4%까지 하락하였음. 매출 증가분의 83.7%가 저마진 상품 도소매였음. 동시에 전환사채 100억원과 차입금으로 자금을 조달하였고 관계기업 계열에 110.0억원을 대여하여 부채비율이 124.1%로 상승하였음.

확인 순서: ① 기존 주력 고객(10% 이상 고객 3사) 매출 확대의 지속 ② 원가율 정상화 ③ 자원순환 신사업의 손익 기여. 본 리포트는 ①을 확인하고 ②·③을 반기·3분기 공시의 검증 항목으로 정리함. **Not Rated이며 목표주가를 제시하지 아니함.**

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
기준주가	8,420원 (25.12.30)
시가총액	697.9억원
발행주식수	8,288,520주
자기주식 (비율)	0주 (0.00%)
유동주식비율	43.58%
6개월 최저/최고	6,390원 / 10,380원
자본금 / 액면가	41.4억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	22.45억원
PBR / PSR	2.03배 / 0.88배
PER	N/A (적자)

기준주가·시가총액과 연동 지표는 FY2025 결산 시점(2025.12.30) 값이며 자료 기준일(2026.03.23) 시세가 아닙니다. 6개월 가격은 사업보고서 VII-7(2025.07~12). 52주 가격·외국인지분율은 확인되지 않았습니다

▶ 주주현황

김창수 외 4인	56.42%
— 창업 5인 각	11.28%
우리사주조합	0.12%
자기주식	0.00%
소액주주 12,251명	36.0%

2025.12.31 기준. 창업 5인은 2025년 중 각 60,000주씩 처분(지분 60.05% → 56.42%)

▶ 자료 기준

자료 기준일	2026.03.23
재무	FY2025 사업보고서
시장	2025.12.30 종가

2026.03.23 이후 공시(1분기·반기)와 보도는 반영하지 아니함

SUMMARY FINANCIAL DATA 연결, 단위 억원

	2022	2023	2024	2025
매출액	596.8	1,005.2	684.5	789.9
영업이익	23.6	1.3	-45.4	-71.8
영업이익률 (%)	4.0	0.1	-6.6	-9.1
지배주주순이익	20.7	-4.6	-69.6	-86.2
EPS (원)	250	-56	-839	-1,040
BPS (원)	5,778	5,794	4,896	4,151
ROE (%)	4.3	-1.0	-17.2	-25.7
부채비율 (%)	-	56.7	67.0	124.1
PBR (배)	-	-	-	2.03

자료: 전자공시 DART, R-Advisory · ROE = 연결순이익 ÷ 기말 자본총계(회사 IV 산식) · PBR은 2025.12.30 종가 기준 · 2022년은 FY2023 사업보고서 기준

1. 회사 개요

2006년 설립, 2021년 코스닥 상장한 반도체·철강 설비 제어 엔지니어링 기업

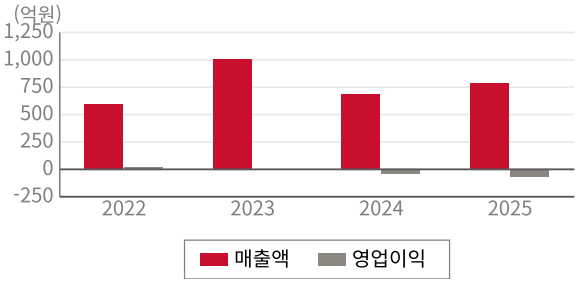
마진노트 — 반도체·철강·발전 설비 제어(PLC·HMI·SCADA)와 MES·PLM 구축 / 창업 5인 전원 지멘스 한국법인 출신

- 2006.11 설립, 2021.04.21 코스닥 상장. 본사 경기도 군포. 각자대표 김창수·김범수
- 사업 정의(사업보고서 II-1) — 반도체·전자·철강·중공업·발전·제약·2차전지 등 제조 현장에 자동화 솔루션을 공급하고, 공장자동화 기술에 디지털 전환 기술을 결합한 스마트팩토리 솔루션을 주력으로 함
- 공시 사업부문은 스마트팩토리 단일 부문. 회사 세부 구분은 ① 산업자동화 솔루션(PLC·HMI·SCADA) ② 디지털팩토리 솔루션(MES·PLM·디지털트윈·3D CAD) ③ 산업용 IoT 플랫폼(Ultivis)
- 산업자동화 솔루션은 지멘스로부터 PLC·Drive 등 하드웨어를 매입하고 자체 엔지니어링을 결합하여 공급하는 구조. 동사는 지멘스 Tier1 파트너십 유지를 위해 중금채 18.96억원을 담보로 제공 중(XI-2-5)
- 최대주주는 창업 5인(각 11.28%, 합계 56.42%). 5인 전원이 지멘스 한국법인 출신이며 2006~2007년부터 재직 중임(VII-2, VIII-1)
- 연결 종속기업 4사 — 이삭그리디언(전력기기 예방진단·전기판넬, 100%), 마라톤일렉트릭코리아(전기모터, 100%), 이삭지이에스(이차전지·배터리팩, 70%), PT ISAAC ENGINEERING INDONESIA(IoT·SW, 70%, 2025.07.18 설립). 관계기업 이삭화유리사이클(폐전지 재활용, 65.79%, 지분법)

마진노트 — 매출은 회복, 이익은 저점 / 2025년은 사업 확장의 비용이 확정된 해

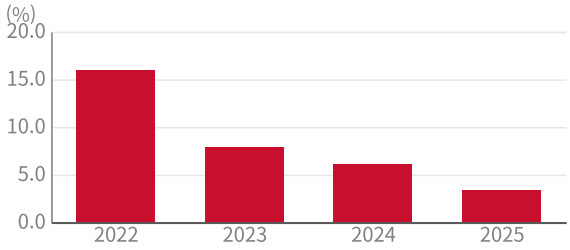
- **리포트의 요지** — 2025년 연결 매출은 789.9억원으로 전년 대비 15.4% 증가하였으나 영업손실은 -71.8억원으로 확대되었음. 매출총이익률은 2022년 16.0%에서 2025년 3.4%까지 3년 연속 하락하였음
- 매출 회복의 동력은 두 갈래임. 솔루션 매출(산업자동화·디지털팩토리·IoT·초고압예방진단)은 517.6억원(+3.4%)으로 전년 수준을 유지하였고, 상품 도소매는 270.3억원(+48.4%)으로 증가분 105.4억원 가운데 88.2억원(83.7%)을 차지하였음
- 동시에 동사는 2025년 전환사채 100억원과 차입금 순증 93.0억원으로 자금을 조달하였고, 자원순환 관계기업 계열에 110.0억원을 장기 대여하였음. 부채비율은 67.0%에서 124.1%로 상승하였음
- 따라서 FY2025 기준 동사를 읽는 축은 세 가지임 — ① SK하이닉스 등 기존 주력 고객의 설비투자가 동사 매출로 이어지는가 ② 원가율이 정상 범위로 돌아오는가 ③ 자원순환 신사업이 대여·보증 부담을 상회하는 손익을 내는가
- 본 리포트는 ①의 고객 투자 환경과 공시상 고객 매출을, ③의 업황을 확인하고, ②와 ③의 손익은 반기·3분기 공시로 검증할 항목으로 정리함

매출액·영업이익 추이 (연결)



자료: 전자공시 DART (FY2025 사업보고서, 연결), R-Advisory

매출총이익률 추이 (연결)



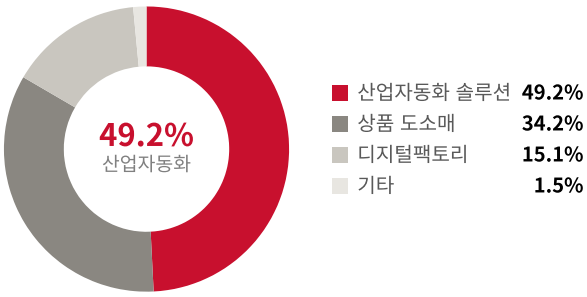
자료: 전자공시 DART (FY2025 사업보고서, 연결), R-Advisory

그림2 이삭엔지니어링 제품군별 매출 3개년 (단위 : 억원)

제품군	2023	2024	2025	3년 누계
산업자동화 솔루션	178.7	380.2	388.7	947.6
디지털팩토리 솔루션	57.0	117.3	119.3	293.6
IoT플랫폼 솔루션	0.4	1.6	8.7	10.7
초고압예방진단 솔루션	6.3	1.7	0.9	8.9
솔루션 소계	242.4	500.8	517.6	1,260.8
전기·전자부품 도소매(상품)	758.7	182.1	270.3	1,211.1
초고압예방진단 부품도매 · 임대	4.0	1.6	1.9	7.5
합계	1,005.2	684.5	789.9	2,479.6

자료: FY2025 사업보고서 II-4-1, R-Advisory

제품군별 매출 구성 (2025년, 연결)



자료: FY2025 사업보고서 II-2·VII-7, R-Advisory

그림3 이삭엔지니어링 연결 구조 (2025.12.31)

회사	지분율	사업	2025년 변동
이삭엔지니어링 (지배기업, 코스닥)	—	스마트팩토리 솔루션 · 전자부품	—
이삭그리디언㈜	100%	전력기기 예방진단 · 전기판넬	2025.09.08 이삭이앤아이 흡수합병, 09.15 상호변경
마라톤일렉트릭코리아㈜	100%	전기모터 제조	—
이삭지이에스㈜	70%	이차전지 · 배터리팩	2024.07.30 설립
PT ISAAC ENGINEERING INDONESIA	70%	IoT 시스템 · SW 공급	2025.07.18 설립
[관계기업 · 지분법] 이삭화유리사이클㈜	65.79%	폐전지 재활용 (전처리)	—
ㄴ㈜오성아이케이	100% (손자회사)	동사의 기타특수관계자	—

자료: FY2025 사업보고서 I-1 · IX · 연결주석 1·14·32, R-Advisory

2. 기존 주력 매출처

SK하이닉스 등 기존 대기업 고객 매출 확대, 주력 고객은 설비투자 확장 국면

마진노트 — 10% 이상 고객 3사 매출 +40.8% / 주력 고객 SK하이닉스는 2025년 사상 최대 실적과 2026년 설비투자 확대 가이던스

(1) 공시로 확인되는 기존 고객 매출

- 회사는 최종 고객을 SK하이닉스·현대제철·동부제철·포스코·동국제강 등 반도체·철강 대기업으로 기재하고, 설립 이래 하이닉스 반도체 공장의 공조 제어와 현대제철 연주공정 제어 등을 공급하였다고 기재함(II-4-3, II-7-4-1-1)
- 회사 측에 따르면 주 고객사인 SK하이닉스의 메인 유틸리티 제어 시스템 분야에서 독점적 위치에 있는 것으로 파악됨(II-7-4-4-1). 이를 검증하는 제3자 자료는 확인되지 아니함
- 연결 매출의 10% 이상을 차지하는 외부고객 3사의 매출은 2024년 239.4억원에서 2025년 337.1억원으로 40.8% 증가하였음(연결주석 22). 이 중 A사는 73.8억원에서 143.2억원으로 94.1% 증가하였음. 고객 실명은 공시되지 아니함
- 연결주석 31은 서울보증보험이 동사를 위해 제공한 이행보증 82.3억원의 보증처를 「SK하이닉스, 롯데정보통신 등」으로 기재함. 진행 중 계약의 존재를 보여 주는 공시 사실임. A~C사와 상기 보증처의 대응 관계는 공시되지 아니함
- 사업보고서는 기존 설비의 유지보수·증설 프로젝트를 초기 공급업체와 수의계약으로 체결하는 것이 일반적이라고 기재함(II-7-4-4-1). 기존 고객의 증설이 동사 수주 기회로 연결되는 경로임. 다만 현대제철·포스코 등은 외국계 업체와 경쟁 중이라고 함께 기재하였음

그림4 연결 매출 10% 이상 외부고객 (단위 : 억원)

고객	2024	2025	증감률
A사	73.8	143.2	+94.1%
B사	97.4	103.3	+6.0%
C사	68.1	90.6	+33.0%
합계	239.4	337.1	+40.8%
연결 매출 대비	35.0%	42.7%	+7.7%p

자료: FY2025 연결주석 22(4), R-Advisory

(2) 주력 고객의 투자 환경 — 반도체

- SK하이닉스의 2025년 매출은 97.15조원(+46.8%), 영업이익은 47.21조원으로 연간 사상 최대였음(한국경제TV 2026.01.28)
- SK하이닉스는 2026년 설비투자를 「전년 대비 상당한 증가」로 제시하였고, 투자처로 청주 M15X 생산 극대화, 용인 1기 팹, 청주 패키징 팹, 미국 인디애나 패키징을 들었음(4Q25 실적 발표 2026.01.29, 디일렉)
- 청주 M15X는 투자 약 20조원 규모로, 첫 장비 반입이 계획보다 2개월 앞선 2025.10에 이뤄졌고 2026년 초 가동 예정이었음(뉴시스 2025.10.27, 중부매일 2025.11.16). 2번째 클린룸은 장비와 가스·케미컬·용수·전기 유틸리티를 연결하는 훅업 설계 단계였음(디일렉 2025.12.16)
- SK하이닉스는 용인 1기 팹 투자를 21.6조원 증액해 총 31조원(투자기간 2026.03~2030.12)으로 확대하고, 클린룸 오픈을 2027.05에서 2027.02로 앞당겼음(신규시설투자 공시, 연합인포맥스 2026.02.25)
- 삼성전자는 4Q25 시설투자 20.4조원을 집행하고 2026년 「상당 수준의 시설투자 증가」와 클린룸 선제 확보를 계획하였음(4Q25 실적 발표 2026.01.29). 평택 P5는 골조공사 재개가 결정되었고 투자 60조원·2028년 가동이 목표임(뉴시스 2025.11.17)

(3) 주력 고객의 투자 환경 — 철강

- 현대제철은 2026년 설비투자를 약 2조원(2025년 약 1.4조원)으로 제시하였고, 증가분은 미국 루이지애나 전기로 제철소 투자 착수임(페로타임즈 2026.01.30)
- 포스코홀딩스의 2026년 설비투자는 11.3조원(+61%)이며 이 중 철강이 6.8조원임. 광양 전기로(약 6,420억원)는 2026.05 가동을 목표로 건설 중이었음(철강금속신문 2026.01.29, 2026.03.13)
- 다만 현대제철은 국내 철근 수요 감소로 인천 일부 라인을 멈췄다고 밝혔음(페로타임즈 2026.01.30). 국내 철강 고객의 수요는 신설보다 개조·유지보수 위주일 가능성이 있음

그림5 주력 고객 투자 지표. (기준일 이전 공표분)

고객	지표	수치	출처(발표일)
SK하이닉스	2025년 영업이익	47.21조원 (사상 최대)	한국경제TV (2026.01.28)
SK하이닉스	2026년 설비투자	전년 대비 상당한 증가	4Q25 실적 발표 (2026.01.29)
SK하이닉스	청주 M15X	투자 약 20조원, 2026년 초 가동 예정	뉴시스 (2025.10.27)
SK하이닉스	용인 1기 팹	총 31조원, 클린룸 2027.02 오픈	신규시설투자 공시 (2026.02.25)
삼성전자	평택 P5	투자 60조원, 2028년 가동 목표	뉴시스 (2025.11.17)
포스코홀딩스	2026년 설비투자	11.3조원 (+61%)	철강금속신문 (2026.01.29)
현대제철	2026년 설비투자	약 2조원 (미국 전기로 착수)	페로타임즈 (2026.01.30)

자료: 각 출처, R-Advisory

(4) 연결고리와 한계

- 신규 팹 클린룸의 공조·전력·용수 유틸리티는 동사가 공급 이력으로 기재한 분야(반도체 공장 공조 제어)와 겹침. A사 매출이 급증한 2025년은 M15X 건설 시기와 겹침
- 다만 A사가 SK하이닉스인지, M15X·용인 1기 팹 관련 수주가 있는지, 수주잔고 가운데 해당 고객 몫이 얼마인지는 공시되지 아니함. 고객 설비투자의 대부분은 공정 장비이며, 삼성전자 팹 유틸리티는 계열사 비중이, 해외 제철소 제어는 대형 설비사 비중이 클 수 있음
- 이에 따라 본 리포트는 주력 고객의 투자 확대를 수주 기회의 확대로만 서술하고 매출 규모로 환산하지 아니함

3. 2025년 실적의 해부

2025년 매출 +15.4% 회복, 수주잔고 약 451억원·원가율 정상화 과제

> **마진노트** — 2023년 1,005억원은 상품 거래가 만든 착시 / 본업 솔루션은 2024년 500억원대로 회복 후 유지

(1) 2023년의 착시와 2024~2025년의 실체

- 2023년 매출 1,005.2억원 중 75.5%인 758.7억원이 전기·전자부품 도소매(상품)였음. 2024년 상품 매출은 182.1억원으로 76.0% 감소하였고 연결 매출은 684.5억원으로 낮아졌음
- 같은 기간 솔루션 매출은 242.4억원(2023) → 500.8억원(2024) → 517.6억원(2025)으로 2배 이상 증가 후 유지되었음. 2023년의 매출 급증과 2024년의 급감은 반복되지 않는 상품 거래의 유입과 소멸이며, 본업 솔루션은 2024년에 회복하여 2025년까지 유지된 것으로 판단됨

- 매출총이익률은 2022년 16.0% → 2023년 7.9%로 먼저 하락하였음. 저마진 상품 비중 확대가 이익률을 낮춘 것임

(2) 2025년 원가율이 오른 이유 — 공시로 분해되는 네 가지

- **① 매출 구성** — 2025년 매출 증가분 105.4억원 중 83.7%(88.2억원)가 상품 도소매에서 발생하였음. 상품은 매입 후 재판매 구조로 마진이 낮아 매출이 늘수록 이익률이 희석됨
- **② 재료·상품 매입 급증** — 비용의 성격별 분류(연결주석 25)상 재고변동·원재료·상품 매입액은 302.7억원에서 408.8억원으로 35.0% 증가하여 매출 증가율 15.4%를 크게 상회하였음. 원재료 중 외주자재(직접비)는 74.7억원에서 135.0억원으로 80.7% 증가하였음(II-3-1)
- **③ 진행기준 추정 변경 손실** — 전기말 진행 중이던 시스템통합 계약에서 총계약수익이 3.6억원 감소하고 총계약원가가 9.4억원 증가하여 당기 공사손익이 -13.0억원 조정되었음(연결주석 23). 공사손실충당부채는 5.9억원에서 6.6억원으로 증가하였음
- **④ 재고 평가** — 재고자산평가손실 순액 3.6억원(평가손실 7.8억원, 환입 4.2억원)을 매출원가에 반영하였음(연결주석 8·30). 상품 재고 장부금액은 98.7억원에서 28.4억원으로 감소하였고(취득원가 기준 110.3억원 → 43.5억원), 상품 평가충당금 비율은 취득원가 대비 34.8%임
- 결과적으로 매출원가는 120.4억원 증가하여 매출 증가분 105.4억원을 넘어섰고, 매출총이익은 42.2억원에서 27.2억원으로 감소하였음

(3) 판관비와 영업손실

- 판관비는 87.7억원에서 99.0억원으로 12.9% 증가하였음. 증가분 11.3억원 중 지급수수료가 7.4억원(12.3억원 → 19.7억원, +59.9%)을 차지하였음(연결주석 24)
- 영업손실은 -45.4억원에서 -71.8억원으로 26.4억원 확대되었음. 매출총이익 감소 15.1억원과 판관비 증가 11.3억원이 합쳐진 결과임
- 사업보고서 IV-2는 적자 확대 원인을 「관련 원가의 상승 및 재고자산 및 투자자산에 대한 일시 비용 등의 증가」로 기재함

그림6 비용의 성격별 분류 (단위 : 억원)

구분	2024	2025	증감률
재고변동·원재료·상품 매입	302.7	408.8	+35.0%
외주가공비	211.0	221.9	+5.2%
종업원급여	118.9	127.5	+7.2%
복리후생비	18.0	20.5	+14.0%
지급수수료	14.1	21.5	+51.8%
감가상각비·무형자산상각비	11.2	9.5	-14.7%
기타	54.0	52.0	-3.8%
합계 (매출원가 + 판관비)	729.9	861.7	+18.0%

자료: FY2025 연결주석 25, R-Advisory

(4) 수주의 구성 — 공시로 확인되는 대형 계약

- 보고서 제출일(2026.03.23) 현재 수주잔고는 약 451억원임(II-4-5). 2025년 연결 매출 대비 약 0.57년분임. 세부 수주 내용은 회사 기밀로 기재되지 아니함

- 연결주석 23(4)은 계약금액이 전기 매출액의 5% 이상인 진행기준 계약을 공시함. 2025년에 체결된 대형 계약은 6건, 계약금액 합계 294.7억원이며, 2025년말 기준 미인식 계약 잔액은 약 175.0억원임
- 이 중 OD-25-PJ-141(62.6억원, 2025.11 계약)과 OD-25-PJ-165(43.5억원, 2025.12 계약)는 진행률 0%로 2026년 이후 매출로 인식될 계약임
- 시스템통합매출의 인식 시기는 한 시점 인식분이 25.9억원에서 92.6억원으로 증가하고, 기간에 걸쳐 인식하는 분이 474.9억원에서 425.1억원으로 감소하였음(연결주석 22(2))

그림7 전기 매출액 5% 이상 진행기준 계약 — 2025년 체결분 (단위 : 억원)

계약	계약일	완성기한	계약금액	진행률	2025 매출	미인식 잔액
OD-25-PJ-001	2025.01.01	2026.02.28	51.4	92.38%	47.5	3.9
OD-25-PJ-091	2025.06.16	2025.10.31	41.2	100.00%	41.2	0.0
OD-25-PJ-107	2025.07.25	2026.12.31	46.9	64.82%	30.4	16.5
OD-25-PJ-112	2025.08.20	2027.06.30	49.2	1.39%	0.7	48.5
OD-25-PJ-141	2025.11.01	2027.03.31	62.6	0.00%	0.0	62.6
OD-25-PJ-165	2025.12.22	2026.11.21	43.5	0.00%	0.0	43.5
합계			294.7		119.8	175.0

자료: FY2025 연결주석 23(4), R-Advisory

* 고객명은 공시되지 아니함. 미인식 잔액 = 계약금액 − 매출누계액

- 수주잔고의 고객·마진 구성은 공시되지 아니함. 반기 공시의 매출총이익률이 원가율 정상화의 첫 확인 지표임

4. 자원순환 신사업

코발트·리튬 반등과 블랙매스 교역 개방, 관계기업 매출 53억원

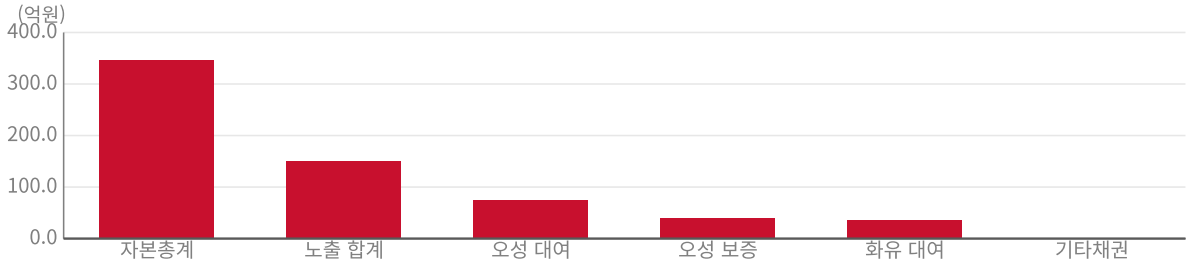
> **마진노트** — 배터리 스크랩 전처리(블랙파우더) 관계기업 매출 53.0억원 / 동사 부담은 대여 110.0억원·보증 39.4억원

(1) 이삭화유리사이클 — 공시 사실

- 이삭화유리사이클㈜는 이차전지·연료전지 소재 폐전지 재활용 업체이며, 동사 지분율 65.79%의 관계기업(지분법)임. 손자회사 ㈜오성아이케이(지분 100%)를 포함함(연결주석 14)
- 공개 보도에 따르면 동사는 화유코발트그룹 자회사와 합작으로 동 법인을 설립하였고, 충북 진천산단 약 23,000㎡ 부지에서 2025.12 상업생산을 목표로 하였음(머니투데이 2025.07.24)
- 2025년 요약 경영성과 — 매출 53.0억원, 영업손실 -5.9억원, 당기순손실 -10.5억원. 자산 265.0억원, 부채 273.9억원(연결주석 14, 내부거래 제거 전)
- 동사 출자금 5.0억원은 지분법손실 6.8억원 반영으로 장부금액 0원임. 동사 지분에 해당하는 순자산은 -6.8억원(순자산 -10.3억원 × 65.79%). 요약 재무상태의 자본총계(-9.0억원)와 지분법 산정 순자산(-10.3억원)은 주석 내에서 상이하며, 그 원인은 공시되지 아니함

- **동사의 재무적 부담** (연결주석 32) — 장기대여금 110.0억원(이삭화유리사이클 35.0억원 + 오성아이케이 75.0억원), 기타채권 1.9억원, 오성아이케이 차입금에 대한 지급보증 39.4억원(중금채 담보 11.0억원 포함). 합계 151.3억원으로 2025년말 연결 자본총계의 43.7%에 해당함

관계기업 계열 대여·채권·보증과 연결 자본총계 (2025년말) — 오성=㈜오성아이케이, 화유=이삭화유리사이클



자료: FY2025 연결주석, R-Advisory

- 2025년 중 이삭화유리사이클에 40.0억원을 대여하고 5.0억원을 회수하였으며, 오성아이케이에 107.9억원을 대여하고 32.9억원을 회수하였음. 관련 기타수익(연결주석 32(3))은 각 1.3억원, 1.1억원임

(2) 투자·대여의 배경 — 산업 구조에서 본 전처리 합작

- 폐배터리 재활용은 방전·해체·파쇄로 블랙파우더(블랙매스)를 만드는 **전처리**와, 블랙파우더에서 니켈·코발트·리튬을 회수하는 **후처리(습식 제련)**로 나뉨. 동사 관계기업 이삭화유리사이클은 전처리 단계에 위치함
- **제도** — 2025~2026년 주요국 제도는 폐배터리 자체의 국경 이동은 좁히고, 기준을 충족한 블랙파우더의 이동은 여는 방향으로 움직였음
- 중국: 국가표준(GB/T 45203)을 충족한 블랙파우더의 원료 수입을 2025.08.01부터 허용함(생태환경부 등 공고 2025년 제14호). 중국 후처리 기업이 폐배터리가 아니라 역외에서 전처리된 블랙파우더로 원료를 들여올 수 있게 됨
- EU: 블랙매스를 유해폐기물 목록에 올리는 위임결정 2025/934를 채택(2025.03.05, 2025.06.09 발효)함. 폐기물이동규정(2024/1157)과 결합하여 비OECD 국가로의 재활용 목적 반출이 금지되는 구조이며, EU 역외에서는 OECD 역내(한국 포함) 전처리가 통로가 됨(EUR-Lex, EUWID 2025.03.11)
- 한국: 니켈 함량 10% 이상 블랙파우더를 폐기물이 아닌 원료물질로 보는 기준이 시행 중임(폐기물관리법 원료물질 기준 — 발행사 제공 자료, 조항 확인 필요). 국내 전처리 산출물이 원료로 수출될 수 있는 근거임
- **수급 — 처리능력이 원료를 앞서는 공급자 시장**

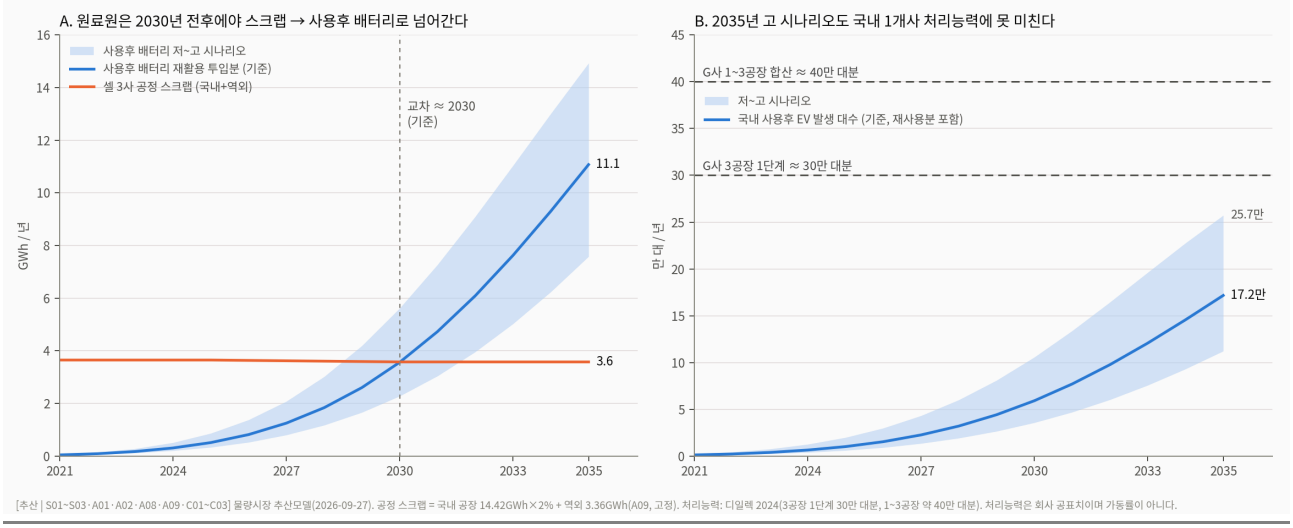
그림8 국내 사용후 EV 배터리 발생 추산과 처리능력 대비 — [추산] 저 / 기준 / 고

구분	2030	2035
[추산] 국내 사용후 EV 발생 대수	3.6만 / **5.9만** / 10.6만 대	11.2만 / **17.2만** / 25.7만 대
[추산] 발생량 ÷ 국내 전처리 설비 전망 16.8만t	10% / **15%** / 23%	30% / **44%** / 59%
[추산] 발생량 ÷ G사 1개사 후처리 능력(약 40만 대분)	9% / **15%** / 26%	28% / **43%** / 64%

자료: 발행사 배터리 재활용 물량 추산 모델(국토교통부 EV 등록, 평균 수명 9·12·15년 와이블 분포 가정), 대한상공회의소(2023.03), 디일렉(2024), R-Advisory

* [추산]은 가정에 따른 산출값이며 전망이 아님. 모델은 2026.09.27 작성되었으며 기준일 이후 작성 자료임. 전처리 설비 통계는 출처에 따라 최대 4.1배 차이가 남(공개된 개별 설비 합계 약 4.1만t 기준이면 기준 시나리오에서 2032년에 전처리가 먼저 참. 이 경우에도 후처리는 원료가 부족함)

그림9 원료원 전환 시점과 국내 1개사 처리능력 대비 — [추산]



자료: 발행사 배터리 재활용 물량 추산 모델(2026.09.27). 공정 스크랩 = 국내 공장 14.42GWh × 2% + 역외 3.36GWh(고정). 처리능력은 디일렉(2024) 회사 공표치이며 가동률이 아님, R-Advisory

- [추산] 국내 사용후 배터리가 국내 셀 3사의 공정 스크랩(연 약 3.6GWh)을 넘는 시점은 2030년 전후임. 그 전까지 원료의 중심은 공정 스크랩임
- 2035년 고 시나리오에서도 국내 발생량 전부가 후처리 1개사 능력의 64%에 그침. 처리 설비가 원료보다 앞서 있어 **원료를 가진 쪽이 협상력을 갖는 구조**가 최소 2035년까지 이어짐. IEA도 2030년 발표 기준 재활용 설비가 확보 가능한 원료의 7배에 이를 수 있다고 보았음((3) 참조)
- 이미 수익성에 나타남 — 상장 재활용사 G사는 2024~2025년 2년 연속 영업적자였음((3) 참조)
- **따라서 경쟁력은 「전처리 능력 × 원료 조달망 × 판매처」의 결합에서 나옴.** 원료가 부족한 시장에서 전처리 설비만으로는 가동률이 보장되지 않으며, 원료를 끌어오는 조달망과 블랙파우더를 받아 줄 후처리 판매처가 함께 있어야 설비가 돌아감
- **동사의 선택** — 동사는 화유코발트그룹의 재활용 자회사 저장화유리싸이클링과 합작으로 이삭화유리사이클을 세우고, 충북 진천산단 약 2만3,000㎡ 부지에 전처리 공장을 짓는 계획을 공개하였음(머니투데이 2025.07.24). 화유코발트그룹은 코발트·리튬·니켈 정련과 양극재 전구체 제조를 하는 업체이며, 화유리사이클링은 재활용 능력 연 6만5,000t 이상(credit100 2025.07)으로 폐배터리 유가금속 회수 기술을 보유함. 화유리사이클링은 현대차그룹과 인도네시아 배터리 스크랩 전처리 협약도 맺었음(뉴스핌 2026.03.12)
- 한국(OECD) 전처리 → 기준 충족 블랙파우더 → 중국 후처리로 이어지는 경로는 위 세 제도가 겹치는 지점에서 제도상 성립함. 개별 거래의 적법성과 동사 제품의 중국 수입 기준 충족 여부는 공시되지 아니함
- **투자·대여와의 연결** — 동사는 2025.02.12 이삭화유리사이클 지분을 경영참여 목적으로 5.0억원에 취득하였음(XII-3 타법인출자). 이후 2025년 중 관계기업 계열에 147.9억원을 대여하고 37.9억원을 회수하였으며(기말 잔액 110.0억원), 손자회사 오성아이케이 차입금 39.4억원을 보증하였음(연결주석 32)
- 출자(2025.02)부터 상업생산 목표(2025.12)까지 공장 건설·가동 준비 기간과 대여 시기가 겹침
- 전처리 사업자는 설비 투자와 원료 매입 운전자금을 판매 대금보다 먼저 부담하는 구조이며, 원료 협상력이 약한 국면일수록 이 부담이 커짐
- 다만 **대여의 구체 용도(설비·원료 매입 등)는 공시되지 아니함.** 위 연결은 산업 구조에 비춘 해석임

- **유의 ①** — 보도·회사 자료상 합작 지분 구성과 각 사 역할 분담은 기준일 공시(동사 지분 65.79%, 주주간 계약에 따른 관계기업 분류)와 일치 여부를 확인할 수 없음. 공시상 오성아이케이는 관계기업의 100% 자회사임
- **유의 ②** — 합작법인의 처리능력(t)·총 투자액·가동 개시 여부는 공시되지 아니함
- **유의 ③** — 원료·판로 구조의 확보는 수익성 달성을 뜻하지 아니함. 관계기업의 2025년 영업손실은 -5.9억원임

(3) 업황 — 외부 근거

- IEA는 2030년 재활용 원료의 약 3분의 2가 제조 공정 스크랩이고, 2035년 이후 사용후 EV·ESS 배터리가 최대 원료가 될 것으로 전망하였음(IEA, Recycling of Critical Minerals, 2024.11.18)
- 같은 보고서는 2030년 발표 기준 재활용 설비 능력이 확보 가능한 원료의 7배에 이를 수 있다고 보았음. 원료 확보가 설비보다 희소한 국면임
- 중국은 국가표준(GB/T 45203-2024, 2025.07.01 시행)을 충족한 재생 블랙매스의 수입을 2025.08.01부터 허용하였음. NCM 계열 기준은 Ni+Co 25% 이상, 수용성 불소 0.4% 이하임(Fastmarkets 2025.07.28)
- 콩고민주공화국의 코발트 수출 금지(2025.02) 이후 코발트 금속 가격은 2025년 초 톤당 24,343달러에서 연말 53,005달러로 130% 상승하였음(Investing News Network, 2026.01.13). 코발트 수산화물은 2025.02.21 파운드당 5.65~5.75달러에서 2025.10.22 19.50~20.20달러로 올랐음(Fastmarkets 2025.10.23)
- Fastmarkets는 콩고민주공화국 수출 쿼터(2026~2027년 연 87,000t 상한)로 2026년 코발트가 10,700t 부족할 것으로 전망하였음(Fastmarkets 2026.01.06)
- 탄산리튬 가격은 2025년 12월 kg당 108.5위안으로 18개월 만에 100위안을 넘어섰고(ZDNet Korea 2025.12.27, KOMIS 인용), 2026.01.12 탄산리튬(99.5%, CIF 한중일)은 kg당 16.50~20.00달러로 1주 전 13.00~16.00달러에서 상승하였음(Fastmarkets 2026.01.13)
- 한국 FOB 삼원계 극판 블랙매스의 Ni·Co 페이어블은 2025년 10월 말 89~93%였음(SMM 2025.11.07). 중국은 수입 규격 충족 블랙매스에 페이어블 79~84%, 미충족분에 70~75%를 적용하는 2단 시장이 형성되었고(Benchmark 2025.10), 월간 수입량은 2025년 10월 804t, 11월 814t이었음. 한국산에 적용되는 관세는 약 1.8%이며 2026년 재생원료 수입관세 인하가 예정됨(SMM 2026.01.30)
- 국내 코스닥 상장 재활용사 G사는 2025년 매출 1,946억원(+42.9%), 영업손실 546억원(전년 714억원)으로 적자를 줄였음(디지털투데이 2026.02.27)
- 국내에서는 「사용후 배터리의 관리 및 산업육성에 관한 법률안」 이 2026.03.12 국회 상임위를 통과하였음(이투데이 2026.03.12, 기준일 현재 본회의 전)
- SNE리서치는 2030년 글로벌 사용후 배터리 발생량을 338GWh로 전망하였음(머니투데이 2026.03.15)
- **연결고리** — 화유코발트그룹은 광산부터 전구체·재활용까지 수직계열화한 업체임. 동사 관계기업이 전처리 산출물(블랙매스·블랙파우더)을 생산하면 화유 계열 후처리 설비가 판로가 되는 구조이며, 중국의 블랙매스 수입 허용은 이 판로의 제도적 근거임. 블랙파우더 판가는 코발트·니켈 가격과 함량에 연동되므로 2025년 코발트 가격 상승과 2026년 초 리튬 가격 반등은 판가에 우호적인 환경임. 다만 원료 가격이 오르면 전처리 사업자의 스크랩 매입 원가도 함께 오름

(4) 반대 근거 — 함께 읽어야 할 사실

- ① 동사 관계기업은 전처리 단계에 위치함. IEA는 전처리를 재활용 가운데 「가장 덜 복잡하고 가장 저렴한 단계」로 정의하며, 금속 회수(후처리) 단계의 부가가치는 후처리 사업자에 귀속됨

- ② 국내 배터리 3사의 2025년 상반기 가동률은 51.3%(LG에너지솔루션)·44%(삼성SDI 소형)·52.2%(SK온) 수준이었음(서울신문 2025.08.15, 각사 반기보고서 인용). 공정 스크랩 원료는 셀 생산량에 비례하므로 가동률 하락은 원료 감소 요인임
- ③ LFP 배터리 비중이 커질수록 코발트·니켈 함량이 낮아져, 함량 연동 판가 구조에서 판가 하방 압력이 생김
- ④ 판매 계약 조건(물량·단가 산식·기간), 처리량, 제품의 중국 수입 기준 충족 여부는 공시되지 아니함
- 이에 따라 본 리포트는 자원순환 사업을 「매출이 발생한 초기 사업」으로 서술하고, 손익 기여는 확인 전 단계로 분류함

(5) 관련 사업

- **이삭지이에스(70%)** — 이차전지·배터리팩 개발·제조·유통 자회사(2024.07.30 설립, 2025년말 자산총액 2.3억원). 공개 보도에 따르면 화유코발트그룹과 협력하는 LFP 기반 ESS 사업을 담당하며 배터리팩 KC 인증을 완료한 것으로 파악됨(머니투데이 2025.07.24)
- **초고압예방진단** — 회사는 변전소 종합예방진단 솔루션을 2023.01부터 개발 중이며 「한국전력 인증 Test 후 입찰 참여 예정」으로 기재함(II-6-2-3). 동시에 연결주석 11은 관련 외부 취득 SW 등 개발비 8.6억원을 「인증테스트에서 개선이 요구되어 미래 경제적 효익 유입 가능성이 낮다」는 사유로 2025년말 전액 손상하였음. 두 서술이 같은 대상에 대해 방향이 다르므로 본 리포트는 이 사업을 성장 논거로 사용하지 아니함

(6) 재활용 선도업체 경로 대조

- 배터리 재활용 선도 사례는 설비 투자 부담과 원료·판로 확보가 가치를 좌우한다는 점을 보여 줌
- 국내 G사(코스닥 상장)는 전처리에서 습식제련까지 수직계열화한 뒤 상장하였으나 2025년 영업손실 546억원(잠정)을 기록하였음(디지털투데이 2026.02.27). 북미 Li-Cycle은 후처리 거점(Hub) 공사비가 5.6억달러에서 약 10억달러로 늘어난 뒤 2025년 파산 절차를 거쳐 Glencore에 인수되었음(ESG Dive 2025.08). Redwood Materials는 재활용에서 ESS로 사업을 확장하며 2025.10 기업가치 약 60억달러로 투자를 유치하였음(TechCrunch 2025.10.23)
- 동사 관계기업은 후처리 설비를 직접 짓지 않고 전처리 산출물을 화유 계열 밸류체인에 공급하는 구조임. 대규모 후처리 투자 부담이 없는 대신 부가가치의 상단은 후처리 사업자에 귀속됨

그림10 재활용 선도업체 경로 대조표 — 확인된 수치와 공백

경로	선도 사례의 핵심 수치	동사 공시 수치 (FY2025)	공백 (확인 필요)
전처리 → 후처리 통합	G사 2025 매출 1,946억원·영업손실 546억원	관계기업 전처리, 매출 53.0억원·순손실 10.5억원	처리량(t), 설비 가동률
후처리 자체 투자	Li-Cycle Hub 공사비 5.6억$ → 약 10억$, 파산·인수	후처리는 화유 계열에 판매하는 구조(보도)	판매 계약 조건·단가 산식·물량
재활용 → ESS	Redwood 기업가치 약 60억$ (2025.10)	이삭지이에스 LFP 팩·ESS (자산 2.3억원)	ESS 매출 실적

자료: 각 사 공시·보도자료, FY2025 사업보고서, R-Advisory

* 본 표는 사업 구조의 대조이며 동사 가치에 대한 평가나 목표치가 아님

5. 자본조달·회계 해명·리스크

부채비율 124.1%·전환사채 100억원, 무배당·밸류업 계획 미공시

마진노트 — 2025년 신규 조달 211.5억원 중 전환사채 100억원은 연말 전액 예금 / 순손실의 약 30%는 비현금·일회성 항목

(1) 2025년 자금조달과 자금의 행선지

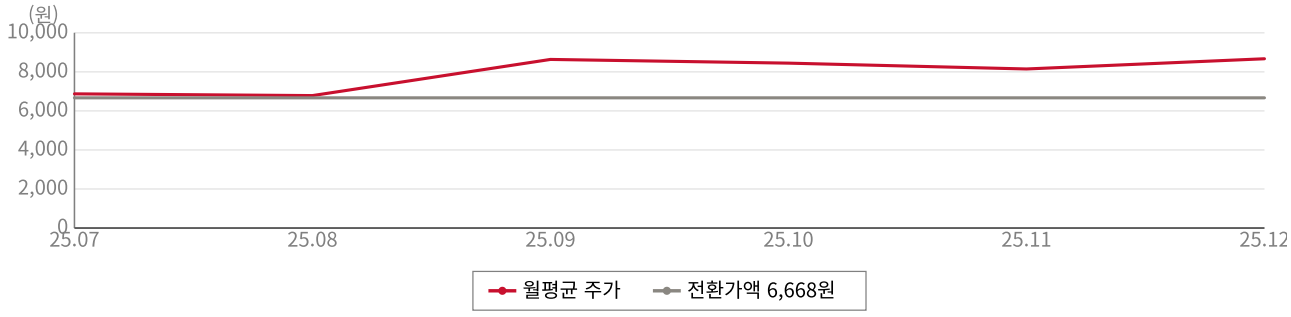
- 재무활동 현금흐름은 +192.9억원임. 제1회 사모 전환사채 100억원(2025.09.01 발행), 단기차입 순증 81.5억원, 장기차입 11.5억원으로 구성됨
- 전환사채 100억원의 사용 목적은 「원재료 매입 등 운영자금」이며, 2025.12.31 현재 전액 제예금으로 운용 중이고 집행 실적은 없음(III-7-2)
- 투자활동 현금흐름은 -101.0억원이며, 장기대여금 증가 110.1억원이 대부분을 차지함. 조달 자금이 영업보다 관계기업 계열 대여로 먼저 이동한 구조임
- 기말 현금및현금성자산은 131.3억원(+54.8억원), 차입금은 141.5억원, 전환사채 장부금액은 55.0억원임

(2) 전환사채 조건

항목	내용
발행 / 만기	2025.09.01 / 2030.09.01
권면총액 / 이자율	100억원 / 표면 0%, 만기보장 0%
전환가액 / 전환주식수	6,668원 / 1,499,700주 (발행주식의 18.09%, 완전희석 기준 15.32%)
전환청구기간	2026.09.01 ~ 2030.08.01
조기상환청구권(풋)	2028.03.01 및 이후 매 3개월
매도청구권(콜)	권면의 40%(40억원), 2026.09.01 ~ 2028.03.01 매월
시가하락 조정	연결주석 18의 전환가액 조정 조항에 시가하락에 따른 조정은 기재되어 있지 아니함

자료: FY2025 연결주석 18, III-7-1

월평균 주가와 전환가액 (2025.07~12)



자료: FY2025 사업보고서 VII-7 · 연결주석 18, R-Advisory

- 기준주가 8,420원은 전환가액 6,668원을 26.3% 상회함. 전환청구기간 개시(2026.09.01) 이후 주가가 전환가액을 웃돌면 희석 가능성이 커지는 구조임

(3) 회계 해명 — 2025년 순손실 -89.1억원의 구성

- 감사인 삼일회계법인은 FY2025 연결재무제표에 적정의견을 표명하였고, 계속기업 관련 중요한 불확실성은 해당사항 없음. 핵심감사사항은 투입법에 따른 수익인식임(V-1)
- 순손실 확대폭(-70.2억원 → -89.1억원, 18.9억원)보다 영업손실 확대폭(26.4억원)이 큼. **2025년 적자 확대의 주인은 영업 손익**이며 비영업 항목이 아님

- 다만 순손실에는 현금 유출이 없거나 반복되지 않는 항목이 약 26억원 포함되어 있음 — 무형자산손상차손 8.9억원(개발비 8.6억원 전액), 지분법손실 6.8억원, 재고평가손실 순액 3.6억원, 손실 연도의 법인세비용 3.9억원(이연법인세자산 인식 중단), 전환권조정 상각 2.3억원, 무형자산처분손실 1.5억원, 파생상품 평가 순이익 -1.2억원 등
- 이연법인세자산은 2023년 20.6억원 → 2024년 12.3억원 → 2025년 0원으로 소멸하였음. 실현가능성 없는 이연법인세자산은 누적 33.9억원임(연결주석 28). 손실 연도에 법인세비용이 발생한 것은 이 인식 중단 때문임
- 다만 이 항목들은 비현금성인 만큼, 비용 소멸에 따른 회계상 개선과 본업의 현금 창출력 회복은 구분해 판단할 필요가 있음. 2025년 영업활동 현금흐름은 -37.2억원으로 3년 만에 순유출로 전환되었음

(4) 리스크 요인

- ① **수익성** — 매출총이익률이 2022년 이후 3년 연속 하락하여 3.4%임. 부문별 손익이 공시되지 아니하여 원가율 상승이 상품 비중 때문인지 솔루션 원가 때문인지 외부에서 분리할 수 없음. 반기 공시의 매출총이익률과 추정 변경 손익이 1차 확인 지표임
- ② **특수관계자 대여·보증** — 관계기업 계열에 대한 대여·채권·보증 합계 151.3억원은 연결 자본총계의 43.7%임. 관계기업 순자산은 음(-)이나, 특수관계자 대여 110.1억원을 포함한 대여금 111.2억원에 대한 대손충당금은 0.5억원(설정률 0.45%)임(III-8-2-1). 대여금 만기와 상환재원은 공시되지 아니함
- ③ **전환사채** — 전환 시 최대 1,499,700주(18.09%) 희석. 전환이 없으면 2028.03부터 풋 행사에 따른 상환 부담이 생길 수 있음. 파생상품부채 24.8억원은 주가가 오르면 평가손실이 커지는 구조임
- ④ **집중** — 10% 이상 고객 3사가 매출의 42.7%이며, 원재료·상품의 핵심인 PLC·Drive를 지멘스에서 매입함. 반도체·철강 업황이 수요를 좌우한다고 회사가 기재함(II-7-4-3)
- ⑤ **신용·보증** — 이크레더블 기업신용등급이 BBB-(2024.02)에서 BB+(2025.02)로 하락하였음(I-1-8). 대표이사가 차입금 91.1억원에 대해 연대보증을 제공하고 있음
- ⑥ **상장유지 요건** — 금융위원회·한국거래소는 코스닥 시가총액 요건을 2026.07.01부터 200억원, 2027.01.01부터 300억원으로 상향하고, 주가 1,000원 미만 30거래일 지속 시 관리종목 지정 요건을 신설하였음(2026.02.12 발표). 동사 발행주식 기준 시가총액 300억원의 임계 주가는 3,620원으로, 기준주가 8,420원 대비 57.0% 낮은 수준임
- ⑦ **공시 간 상충** — XI-2-3 「채무보증 현황」은 해당사항 없음으로 기재되었으나 연결주석 32는 오성아이케이에 대한 지급보증 39.4억원을 기재함. 초고압예방진단의 사업 서술(입찰 참여 예정)과 개발비 전액 손상도 방향이 다름. 주석 기재를 우선하여 서술하였음

(5) 주주환원과 기업가치 제고

- 최근 3개 사업연도 배당 실적 없음(III-6). 2025년말 이익잉여금은 -0.2억원으로 결손 상태임
- 기업가치 제고 계획은 기준일 현재 공시되지 아니하였음
- 2026.03.31 정기주주총회에서 사외이사 1인(이동원) 신규 선임이 상정되었음. 동사는 벤처기업 특례로 사외이사 수 제한을 적용받지 아니함(VIII-1)
- 기준일 PBR은 2.03배(지배지분 BPS 4,151원)이며 ROE는 -25.7%임. 음(-)의 자기자본수익률 상태에서 장부가치의 2배 수준으로 거래되고 있다는 사실만 기재함. 이는 평가 판단이 아님
- 반기·3분기에 확인할 사항은 원가율 정상화, 대형 계약의 매출 전환, 관계기업 손익, 대여금 회수 일정임. 이 네 가지가 공시로 확인되는 순서가 동사 서사의 입증 순서가 될 것으로 판단됨

기업가치 제고 진단

D2. ROE 3분해

ROE 3분해 (2025년, 연결순이익 ÷ 기말 자본총계)

ROE (2025)	=	순이익률	×	총자산회전율	×	재무레버리지
-25.74%		**-11.28%**		**1.018회**		**2.241배**
2024년 -17.20%		개선고려 2024년 -10.26%		유지 2024년 1.004회		개선고려 2024년 1.670배

자료: FY2025 사업보고서 IV, 자체 계산, R-Advisory

- 순이익률이 음(-)인 상태에서 레버리지가 1.670배에서 2.241배로 상승하여 ROE의 음(-)폭이 확대되었음
- 레버리지 상승의 원천은 전환사채·차입금이며, 조달 자금은 관계기업 계열 대여와 예금에 머물러 회전율 개선으로 이어지지 아니하였음
- ROE 회복의 1차 조건은 순이익률, 즉 매출총이익률 정상화임

D4. 주주환원 설계 유형

주주환원 설계 유형 — 판정 보류

항목	값	판정
3년 누적 FCF (2023~2025)	31.3억원	—
3년 누적 순이익	-163.9억원	FCF ÷ 순이익 산출 의미 없음(분모 음수)
배당가능이익 (2025년말 이익잉여금)	-0.2억원 (결손)	순이익 흑자 전환과 결손 해소가 선행 조건

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

D5. KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단

> 공시 이력 확인: **C 미공시 확인** (2026.03.23 시점 공시 이력 기준, 발행사 확인)
> 채점 원천: FY2025 사업보고서

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	✗	계획 미공시
②	자본비용(COE) 등 분석	✗	계획 미공시
③	중장기 계량적 목표설정	✗	계획 미공시
④	종합적 분석을 통한 목표설정	✗	계획 미공시
⑤	구체적·합리적 계획수립	✗	계획 미공시
⑥	임직원 인센티브 연계	✗	주식보상비용 2024년부터 0
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	✗	해당 없음(최초 미수립)
⑧	이행평가 결과 반영	✗	해당 없음
⑨	경영진 소통 참여	✗	공시 근거 없음
⑩	적극적인 소통정책	✗	공시 근거 없음
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	✗	공시 근거 없음
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	△	사외이사 1인 신규 선임 상정(2026.03.31 주총) — 목표·일정 형태는 아님

노려볼 항목 — ① 현황진단과 ⑫ 지배구조. 부문별 손익 공개와 특수관계자 대여금의 회수 계획 제시가 현황진단의 핵심이며, 사외이사 선임을 지배구조 개선 일정으로 구조화할 수 있음

D6. 레이먼인덱스 포지셔닝 — GICS 45(IT)

지수값 원천: 레이먼인덱스 연간 시계열 (FY2023~FY2025) · 산식 FY2023 v2.1 / FY2024 이후 v3.1
비교선 원천: GICS 45 업종 중위 및 백분위 (FY2025) · KSIC 62021 표본 20사

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · FY2025 · 산식 v3.1

100점 환산 절대 점수. 괄호는 GICS 45(IT) 업종 중위와 업종 내 백분위. 전 축이 업종 중위를 하회함

CEI 자본효율	**37.30**		중위 57.6 · 백분위 19.8%. 음(-)의 순이익률이 **자본효율을 끌어내림**
CGI 현금거버넌스	**28.93**		중위 53.1 · 백분위 10.7%. v3.1 구간 47.50에서 하락 — **조달 자금의 관계기업 대여**와 방향 일치
RII 재투자강도	**22.20**		중위 49.6 · 백분위 15.3%. 조달 자금이 설비·연구개발보다 예금·대여에 머묾
MAI 시장적응	**38.25**		중위 60.0 · 백분위 2.1%. KSIC 62021 표본(20사) 내 **최하위**로 산출
종합 등급 C+	**25.75**		중위 51.6 · 백분위 4.0%. v3.1 구간 31.22에서 하락, 주 요인은 CGI

자료: 레이먼인덱스 연간 시계열(FY2023~FY2025) · GICS 45 업종 비교, R-Advisory

* 업종 중위·백분위의 산출 시점은 입력 자료에 명시되지 아니하였으며, 기준일 이후 제출된 타사 FY2025 수치가 포함되었을 수 있음

연간 시계열

FY	CEI	CGI	RII	MAI	종합	등급	산식
2023	64.70	48.25	47.20	66.50	54.82	B	v2.1
2024	38.10	47.50	10.30	57.50	31.22	C+	v3.1
2025	37.30	28.93	22.20	38.25	25.75	C+	v3.1

- FY2023(v2.1)과 FY2024 이후(v3.1)는 산식 계보가 달라 그 사이의 증감을 추세로 읽지 아니함
- 같은 산식(v3.1) 안에서 FY2024 → FY2025 종합지수는 31.22에서 25.75로 하락하였고, 주된 요인은 CGI(47.50 → 28.93)임. 조달 자금이 영업에 투입되지 않고 관계기업 계열 대여와 예금에 머문 D2의 구조와 방향이 일치함
- KSIC 62021 기준으로는 표본 20사로 참고 수준이나, MAI·종합지수가 표본 내 최하위(백분위 0.0%)로 산출됨
- 전 축이 업종 중위를 하회하며, 병목은 CGI(현금 배분)와 MAI(시장 정합)로 판단됨. 개선의 출발점은 대여금 회수 계획과 조달 자금 집행 내역의 공시임

분기 악화확률(WP) — 별도 모델 참고 (0~1)

분기	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
WP	0.0543	0.0417	0.0184	0.0235
등급	MEDIUM(악화)	MEDIUM(악화)	LOW	MEDIUM

* 분기 WP는 연간 지수와 계보가 다른 별도 모델임. 연간 지수와 같은 축으로 비교하지 아니함

D7. 저PBR 위치 진단

구분	값
동사 PBR (2025Q4)	2.02
저PBR 판정 임계	0.46
업종(섹터) 내 백분위	70.27% (모집단 518사)
최근 6개 반기 저PBR 해당	0회
Peer 중위 PBR (익명 3사, 2025.12.31)	1.03
Peer 중위 ROE	7.71% (3사 중 1사 적자)

- 동사는 저PBR 기준에 해당하지 아니하며, 업종 내에서 PBR 상위 30% 구간에 위치함
- Peer 3사 중위와 비교하면 동사는 PBR이 높고 ROE는 음(-)임
- Peer 표본이 3사이므로 중위값의 대표성이 약함. D6의 업종 중위와는 표본이 다름. Peer 선정 기준은 입력 자료에 명시되지 아니함
- 동사 PBR 2.02는 지수 산출 계보(BPS 4,176원) 값이며, 본문 2.03배는 지배지분 BPS 4,151원 기준임. 주식수 변동이 없어 두 값의 차이는 반올림 수준임
- 본 표는 가격 평가가 아님 · Not Rated

D8. 재무건전성 신호등

원천: 자체 산출 (구간 기준은 한기평 방법론 기반 템플릿) · D6·D7과 기준이 다르므로 같은 표에 섞지 아니함

지표	동사 (2025)	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	124.1%	≤100%	100~200%	>200%	↑	🟡
차입금의존도	18.2% (전환사채 포함 25.3%)	≤30%	30~45%	>45%	↑	🟢
순차입금/EBITDA	산출불능 (EBITDA 음수)	≤2배	2~3.5배	>3.5배		⚪
EBITDA/이자비용	산출불능 (EBITDA 음수)	≥5배	3~5배	<3배		⚪
영업이익률	-9.1%				↓	⚪ 구간 미설정
ROE	-25.7%				↓	⚪ 구간 미설정
PBR · 주주환원율	2.03배 · 0% (무배당)					⚪ 판정 보류
OCF/영업이익	산출 의미 없음 (분자·분모 모두 음수)					⚪
현금성자산/단기성차입	1.28배 ((현금 131.3 + 기타유동금융자산 34.8) ÷ 단기차입 130.0)					🟢

회계 품질 플래그

☐	미분해 손익	영업외 항목을 주석으로 분해 완료
✔	**이연법인세**	이연법인세자산 전액 소멸, 손실 연도 법인세비용 3.9억원 발생
✔	**비현금 금융원가**	전환권조정 상각 2.3억원, 파생상품 평가손익
☐	채권 역행	(매출채권+재고) 감소 — 해당 없음
☐	흑자인데 OCF 지속 음(–)	해당 없음 (적자)
✔	**EBITDA ≤ 0**	커버리지 산출불능 → 유동성 축으로 전환

✔ 검출 → 본문 5(3) 회계 해명 문단 삽입

자료: 자체 점검, R-Advisory

실적 및 재무제표 (연결)

손익계산서 (단위 : 억원)

12월 결산	2023	2024	2025
매출액	1,005.2	684.5	789.9
매출원가	926.0	642.3	762.7
(매출원가율(%))	92.1	93.8	96.6
매출총이익	79.2	42.2	27.2
(매출총이익률(%))	7.9	6.2	3.4
판매비와 관리비	77.9	87.7	99.0
영업이익	1.3	-45.4	-71.8
(영업이익률(%))	0.1	-6.6	-9.1
EBITDA	-	-34.3	-62.3
(EBITDA 마진율(%))	-	-5.0	-7.9
영업외손익	-7.6	-11.7	-13.4
(관계기업손익)	-1.3	-1.5	-6.8
(금융수익)	2.2	5.5	9.4
(금융비용)	4.8	3.0	9.9
(기타)	-3.7	-12.7	-6.1
법인세차감전순손익	-6.2	-57.1	-85.2
(세전이익률(%))	-0.6	-8.3	-10.8
(법인세비용)	-1.6	13.1	3.9
(법인세율(%))	N/A	N/A	N/A
계속사업손익	-4.6	-70.2	-89.1
중단사업손익	-	-	-
당기순이익	-4.6	-70.2	-89.1
(당기순이익률(%))	-0.5	-10.3	-11.3
지배지분순이익	-4.6	-69.6	-86.2
(지배순이익률(%))	-0.5	-10.2	-10.9
비지배지분순이익	0.0	-0.7	-2.9
기타포괄이익	4.0	-4.9	-7.7
포괄순이익	-0.7	-75.1	-96.8

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비(연결주석 30). 2023년 상각비는 FY2025 사업보고서에 없어 산출하지 아니함

재무상태표 (단위 : 억원)

12월 결산	2023	2024	2025
유동자산	553.1	522.8	554.7
(현금 및 현금성자산)	53.5	76.5	131.3
(매출채권 및 기타채권)	237.5	199.0	202.8
(계약자산)	78.2	60.3	66.9
(재고자산)	141.2	129.5	72.3
(기타유동자산)	42.6	57.4	81.4
비유동자산	199.3	159.0	221.0
(유형자산)	115.3	107.2	96.1
(관계기업투자금)	1.5	0.0	0.0
(기타금융자산)	38.1	11.7	113.1
(기타비유동자산)	44.5	40.0	11.8
자산총계	752.4	681.8	775.7
유동부채	269.8	271.4	335.1
(매입채무 및 기타채무)	81.4	101.3	82.3
(단기차입금)	108.5	48.6	130.0
(계약부채)	26.2	66.7	77.0
(기타유동부채)	53.8	54.8	45.8
비유동부채	2.4	2.3	94.5
(사채 — 전환사채)	-	-	55.0
(장기차입금)	-	-	11.5
(파생상품부채)	-	-	24.8
부채총계	272.2	273.6	429.6
지배지분	480.2	405.8	344.1
(자본금)	41.4	41.4	41.4
(자본잉여금)	278.9	278.9	278.9
(이익잉여금)	144.2	86.0	-0.2
(기타자본변동)	15.7	-0.5	24.0
비지배지분	0.0	2.3	2.1
자본총계	480.2	408.1	346.1
총차입금 (차입금 + 전환사채 장부금액)	108.5	48.6	196.5

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 2025년 기타비유동자산 감소는 이연법인세자산 12.3억원 소멸과 무형자산 17.5억원 감소가 주된 요인. 기타금융자산 증가는 특수관계자 장기대여금 110.1억원이 주된 요인

현금흐름표 (단위 : 억원)

12월 결산	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	18.4	81.7	-37.2
당기순이익	-4.6	-70.2	-89.1
비현금항목의 가감	27.7	46.4	32.4
영업활동 자산부채변동	-0.8	105.8	21.1
기타 현금흐름 (이자·법인세)	-3.8	-0.2	-1.7
투자활동 현금흐름	-28.9	-9.8	-101.0
(장기대여금의 증가)	-0.1	-2.0	-110.1
(유·무형자산의 취득)	-11.6	-13.5	-6.6
(기타)	-17.3	5.6	15.7
재무활동 현금흐름	46.4	-48.9	192.9
(단기차입금의 증가(감소))	48.6	-50.0	81.5
(장기차입금의 증가(감소))	-	-	11.5
(사채 — 전환사채 발행)	-	-	100.0
(배당금의 지급)	-	-	-
(기타)	-2.2	1.1	-0.1
현금의 증감	35.8	23.0	54.8
NOPLAT	N/A	N/A	N/A
FCF (영업CF – 유·무형자산 취득)	6.8	68.3	-43.8

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 2025년 기타 +15.7억원은 무형자산(회원권 등) 처분 8.6억원, 단기금융상품 순처분 2.8억원 등으로 구성됨

* 2023·2024년 건물 취득 0.28억원의 귀속 연도는 원문 표에서 특정되지 아니하여 2024년에 포함함(FCF 영향 ±0.3억원)

주요지표 (단위 : 억원)

12월 결산	2023	2024	2025
[주당지표]			
EPS (원)	-56	-839	-1,040
PER (배)	N/A	N/A	N/A
BPS (원)	5,794	4,896	4,151
PBR (배)	-	-	2.03
SPS (원)	12,127	8,258	9,530
PSR (배)	-	-	0.88
CFPS (원)	222	986	-449
DPS (원)	0	0	0
성장성(%, YoY)			
매출액 증가율	68.4	-31.9	15.4
영업이익 증가율	-94.3	적전	적지
순이익 증가율	적전	적지	적지
수익성(%)			
ROA	-0.6	-10.3	-11.5
ROE (회사 산식)	-1.0	-17.2	-25.7
안정성(%)			
유동비율	205.0	192.6	165.5
부채비율	56.7	67.0	124.1
이자보상배율 (배, 영업이익 ÷ 이자비용)	-	-15.7	-9.9

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* NOPLAT은 영업손실 구간으로 산출 의미 없음

* 주당지표는 발행주식수 8,288,520주(2025.12.31 = 2026.03.23, 변동 없음) 기준. PBR·PSR은 2025.12.30 종가 8,420원 기준

* 2022년 대비 2023년 성장률은 FY2023 이전 공시 연결 수치(매출 596.8억원, 영업이익 23.6억원) 기준

Compliance Notice

· 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.

발행사 정보 · 투자의견 내역

발행사	R-Advisory by KONNECT (독립리서치 펌)
작성	R-Advisory Team · raymond@konnect-ai.net · https://index.konnect-ai.net
투자의견 · 목표가격	Not Rated · 제시하지 않음 (자료 기준일 2026.03.23)
종목 투자등급	당사는 본 종목에 투자등급을 부여하지 아니함(Not Rated). 본 자료는 가격 평가를 포함하지 아니함
증권사 보고서 발간	2022~2026년(기준일 2026.03.22) 증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다

R – Advisory

BY KONNECT

R–Advisory by KONNECT

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