R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

오텍 (067170, KOSDAQ)

영업이익은 손익분기, 순손실은 3년 연속, 주주 몫은 이자·환율·희석이 좌우하는 구조

SUMMARY

1. 1991년 설립, 2003년 코스닥 상장한 특수차량·공조 복합 그룹
2. 특수형 앰뷸런스 국방부 64%·조달청 38%, 복지차량 상위 공급사
3. 연결 매출의 85%는 캐리어 에어컨·쇼케이스 공조 자회사
4. 매출 2년 연속 감소, 1H26 영업현금흐름 -346억원
5. 데이터센터 냉각 수주 발표 3건, 계약 공시는 확인 전
6. PBR 0.63배, 무배당, 주식수 2024년 말 대비 78% 증가

이 리포트의 결론

동사의 영업이익은 비용 절감으로 손익분기 부근까지 올라왔다. 그러나 2025년 EBITDA 82억원은 이자비용 180억원의 0.46배이고, 1H26 세전손실 117억원은 외환 순손실 98억원과 이자비용 73억원이 만들었다. **회복은 영업이익이 아니라 차입금·재고·주식수로 확인해야 한다.**

기준일: 발간 2026.10.17 · 시장 데이터 2026.10.15 · 재무 2026.06.30(2026년 반기보고서, 연결). Not Rated이며 목표주가를 제시하지 않는다.

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
현재주가	2,320원 (26.10.15)
시가총액	637.2억원
발행주식수	27,467,087주
자기주식 (비율)	1,185,916주 (4.38%)
유동주식비율	65.3% (추정)
52주 최저/최고	1,684원 / 4,250원
자본금 / 액면가	137.3억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	11.9억원
PBR / PSR	0.63배 / 0.08배
외국인지분율	1.98%

2026.10.15 기준(52주는 종가). PBR은 1H26 지배지분, PSR은 최근 12개월 매출 기준. 유동주식비율은 추정치, 외국인지분율은 10월 중순 외부 조회 값입니다

▶ 주주현황

강성희 외 2인	30.85%
— 강성희 (대표이사)	19.97%
— 강신욱·강신형	10.88%
에코리드 외 1인	6.01%
자기주식	4.38%
소액주주 16,986명	64.76%

2026.06.30 반기보고서 기준(에코리드는 2026.03.31 보도). 최대주주 측 34.20% (2026.08.27) 보도는 원문 대조 필요

▶ 회복을 확인할 지표

재고	연말 재고자산 1,790억원 소진 여부
차입	단기차입금 2,225억원 감축 여부
희석	잔여 신주인수권 약 467만주 행사
계약	데이터센터 냉각 수주의 계약 공시

수치는 2026.06.30 반기보고서 기준입니다

SUMMARY FINANCIAL DATA 연결, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H26
매출액	9,597.5	9,092.3	8,521.4	4,139.9
영업이익	-97.7	-148.8	-22.6	9.3
영업이익률 (%)	-1.0	-1.6	-0.3	0.2
지배주주순이익	-172.3	-232.5	-74.1	-86.8
EPS (원)	-1,213	-1,636	-491	-366
지배주주지분	1,246.4	985.1	1,044.5	1,012.7
영업활동현금흐름	225.0	9.3	62.0	-345.8
총차입금	2,471.6	2,280.4	2,021.1	2,486.8
부채비율 (%)	273.8	323.4	275.2	381.2

자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서, 연결), R-Advisory · 1H26은 연율화하지 않은 반기 값, 총차입금은 리스부채 제외

1. 회사 개요

1991년 설립, 2003년 코스닥 상장한 특수차량·공조 복합 그룹

마진노트 — 본체는 특수차량, 매출의 대부분은 공조 자회사

동사는 1991년 주식회사 셀보로 설립돼 2003년 11월 코스닥에 상장했다. 본체는 앰뷸런스·복지차량·냉동탑차를 만드는 특수차량 제조사다. 연결 매출의 대부분은 종속회사가 만든다. 오텍캐리어(지분 80.10%)는 캐리어 브랜드 에어컨과 시스템 공조를, 씨알케이(86.08%)는 편의점·마트용 냉장 쇼케이스를 판다. 오텍오티스파킹시스템(80.10%)은 기계식 주차설비를 만든다. 2026년 상반기 외부매출 4,140억원 중 냉동·냉난방 부문이 3,537억원(85.4%)이다. 즉 동사의 실적은 특수차량 회사가 아니라 공조·냉장 유통 회사의 실적으로 읽어야 한다. 이 구조는 연결 손익이 날씨·소비경기·환율에 크게 흔들리는 이유이기도 하다.

마진노트 — 영업이익은 흑자, 순이익은 적자 — 차이는 이자와 환율

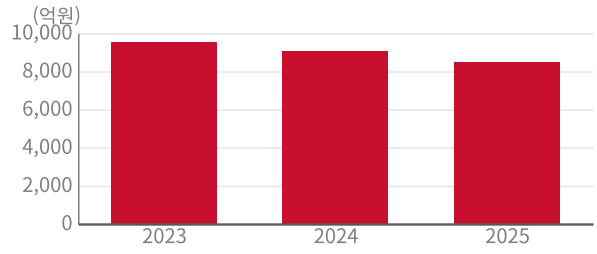
동사의 2025년 연결 영업손실은 23억원으로 전년(-149억원)보다 크게 줄었고, 2026년 2분기에는 영업이익 51억원을 냈다. 그러나 지배주주순이익은 2023년 이후 3년 연속 적자이고 2026년 상반기도 -87억원이다. 연간 현금이자 지급액(2025년 166억원)이 영업으로 버는 현금보다 크다. 같은 기간 주식수는 2024년 말 1,539만주에서 현재 2,747만주로 78.5% 늘었다. 이 리포트는 영업이익 회복이 주주 몫의 가치로 이어지는지를 숫자로 점검한다. 결론부터 말하면 그 연결은 아직 확인되지 않는다. 회복을 확인할 지표는 영업이익보다 차입금·재고·주식수라고 판단된다.

그림1 오텍 (연결) 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 억원)

구분	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	9,598	9,092	8,521	4,521	4,140
영업이익	-98	-149	-23	32	9
지배주주순이익	-172	-232	-74	13	-87

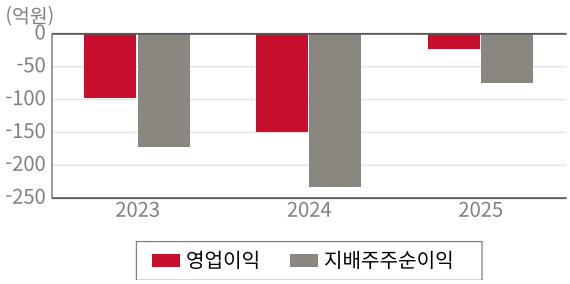
자료: 전자공시 DART, R-Advisory

매출액 추이 (연결, 연간)



자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서, 연결), R-Advisory

영업이익과 지배주주순이익 (연결, 연간)



자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서, 연결), R-Advisory

그림2 오텍 사업부문별 외부매출 비중 (단위: %)

부문	2024	2025	1H25	1H26
냉동·냉난방	84.0	83.7	83.7	85.4
특수·특장차	9.0	10.8	10.3	8.2
주차설비	7.0	5.6	6.0	6.4

자료: 전자공시 DART(연결 영업부문 주석), R-Advisory

그림3 오텍 지배구조도 (2026.06.30 기준)

구분	주주·회사	지분율	사업·비고
최대주주	강성희 대표이사 외 특수관계인 2인	㈜오텍 30.85%	특수·특장차 본체, 코스닥 상장
2대주주	에코리드㈜ 외 1인	㈜오텍 6.01%	경영참여 목적(2026.03.31 보도)
종속	오텍캐리어㈜	80.10%	에어컨·시스템 공조 · 중국·베트남·미국 판매법인 100% 보유
종속	씨알케이㈜	86.08%	냉장 쇼케이스·냉동기 · 2025말 75.50%에서 확대
종속	오텍오티스파킹시스템(유)	80.10%	기계식 주차설비
관계기업	에프디시스㈜	13.48%	지분법 적용 · 1H26 매입 327억원·대여 138억원

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 VII·연결 주석 1·32), 언론 보도, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 2025년 영업손실을 전년 대비 84.8% 줄였다고 공시했고(매출액또는손익구조30% 이상변경 공시, 2026.03.11 보도), 2026년 2분기에는 영업이익 51억원을 냈다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 영업이익 개선폭 126억원은 판관비 감소 193억원에서 나왔다. 같은 해 매출총이익은 67억원 줄었다.
  - 매출은 2023년 9,598억원에서 2025년 8,521억원으로 2년 연속 줄었고, 1H26도 -8.4%(YoY)다.
  - 2분기 영업이익 51억원은 1분기 영업손실 42억원을 더하면 상반기 9억원으로 줄어든다.
  - 상반기 세전손실 117억원 중 외환 관련 순손실이 98억원, 이자비용이 73억원이다.

2. 사업별 경쟁력

시장 지위가 가장 높은 본체 특장차 사업이 오히려 적자로 돌아섰다

> **마진노트** — 조달 앰뷸런스·복지차량 상위 지위, 그러나 본체 부문 손익은 악화

동사 본체의 시장 지위는 숫자로 확인된다. 사업보고서에 따르면 2025년 특수형 앰뷸런스 조달청 물량의 38%, 국방부 물량의 64%를 동사가 공급했다. 복지차량은 국내 장애인 차량 시장의 50~60%를 차지한다고 회사는 기재했다. 기아 1톤 냉동탑차의 탑은 동사가 만들며, 기아 냉동탑차의 2025년 점유율은 43.7%다. 다만 이 사업들은 연결 매출의 10% 안팎에 그친다. 또한 특수·특장차 부문 영업손익은 2024년 1억원에서 2025년 -21억원, 2026년 상반기 -20억원으로 나빠졌다. 높은 점유율이 이익으로 이어지지 않는다는 점이 이 부문의 핵심 쟁점이다. 수요처는 조달 입찰과 기아 샤시(차체 하부 골격) 판매에 묶여 있다. 판가와 원가의 변동 요인은 공시로 분해되지 않는다.

그림4 오텍 본체 주요 제품 시장점유율 (단위: 대, %)

품목	2023	2024	2025	비고
1톤 냉동탑차(기아 점유율)	45.3	38.8	43.7	기아 판매분 탑을 동사가 생산
1톤 내장탑차(기아 점유율)	49.9	53.7	54.4	동일
특수형 앰뷸런스 조달청 점유율	47	50	38	조달청 공급 117대(2025)
특수형 앰뷸런스 국방부 점유율	51	64	64	국방부 공급 78대(2025)
특수형 앰뷸런스 공급액(억원)	231	245	220	조달청·국방부·민수 합계

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 II-1, 기아·현대자동차 제공 자료 인용), R-Advisory

그림5 오텍 사업부문별 영업손익 (단위: 억원)

부문	2024	2025	1H25	1H26
특수·특장차	1	-21	-7	-20
냉동·냉난방	-163	10	42	26
주차설비	7	-5	0	1

자료: 전자공시 DART(연결 영업부문 주석), R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 조달 앰뷸런스·복지차량에서 상위 공급사이며, 음압구급차와 기아 PBV(목적기반차량) 위탁제조로 사업을 넓히고 있다고 설명한다(2026년 반기보고서 II).
- **숫자기반 해석**:
  - 특수·특장차 부문 외부매출은 1H25 466억원에서 1H26 339억원으로 27.2% 줄었다(내부매출 포함 부문수익은 539억원→426억원).
  - 같은 기간 부문 영업손실은 7억원에서 20억원으로 커졌다.
  - 조달청 특수형 앰뷸런스 공급 대수는 2025년 117대로 전년(118대)과 비슷했지만, 점유율은 50%에서 38%로 낮아졌다.
  - 냉동탑차 원천인 봉고 국내 판매는 2026년 9월 2,347대로, 2025년 월평균 약 3,003대보다 22% 적다(기아 월간 판매실적, 2026.10.01). 계절성을 조정하지 않은 참고 비교다.

매출의 대부분을 만드는 공조 자회사는 가격 결정력이 약한 위치에 있다

마진노트 — 에어컨 시장은 대형 2사 과점, 동사 몫은 나머지

오텍캐리어는 2025년 매출 4,916억원, 순이익 67억원을 냈지만 2026년 상반기에는 순손실 35억원으로 돌아섰다. 국내 에어컨 시장은 GfK 기준 2023년 1분기 삼성 48.6%, LG 32.5%로 두 회사가 81%를 차지했다(딜사이트 보도, 2023.06). 캐리어를 포함한 나머지 업체의 몫은 19% 안팎이다. 또한 오텍캐리어 매출은 제품보다 상품(수입·외주 완제품) 비중이 높다. 연결 1H26 매출 중 상품매출은 1,969억원(47.6%)으로, 제품매출 1,546억원보다 크다. 이 구조에서는 환율과 수입 원가가 매출총이익률을 움직일 수 있다. 다만 1H26 매출총이익률은 16.5%로 전년 같은 기간(16.2%)보다 높았다. 씨알케이는 2025년 매출 2,260억원(-14.7%, YoY), 순손실 77억원이고, 2026년 상반기도 순손실 35억원이다.

그림6 오텍 주요 종속회사 실적 (단위: 억원)

회사	지분율	2024 매출	2025 매출	2025 순손익	1H26 매출	1H26 순손익	1H26 부채/자본
오텍캐리어(연결)	80.10%	5,331	4,916	67	2,609	-35	227%
씨알케이(연결)	86.08%	2,651	2,260	-77	965	-35	931%
오텍오티스파킹시스템	80.10%	636	475	-17	264	3	147%
㈜오텍(별도)	-	989	1,049	-43	426	-87	101%

자료: 전자공시 DART(연결 주석 1, 요약재무정보), R-Advisory

* 부채/자본은 1H26 자산·부채 공시값으로 산출. ㈜오텍(별도) 순손익은 종속회사 지분법(지분율만큼 손익을 반영하는 방식) 손익을 포함합니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 캐리어의 인버터·친환경 냉매 기술과 글로벌 캐리어 해외망을 활용해 해외 비중을 50%까지 높이겠다고 밝혔다(2025년 사업보고서 IV).
- **숫자기반 해석**:
  - 냉동·냉난방 부문 해외 매출은 2024년 424억원에서 2025년 240억원으로 43.5% 줄었다(오텍캐리어 기준).
  - 1H26 연결 외국 매출은 240억원으로 전체의 5.8%다.
  - 「해외 비중 50%」 목표의 시점과 경로는 공시로 확인되지 않는다.

3. 산업 · 시장 · 정책

폭염이 만든 수요는 업계 공통이고, 동사 고유의 수요는 줄고 있다

마진노트 — 날씨 호재는 모두에게, 섀시·출점 감소는 동사에게

2026년 여름 전국 평균기온은 25.4°C로 평년보다 1.7°C 높아 역대 3위였다(기상청, 2026.09.03). 폭염일수는 21.5일로 평년의 약 2배였다. 대형 2사는 성수기 에어컨 판매가 크게 늘었다고 밝혔다(뉴시스, 2026.08.06 / 칸, 2026.05.21). 그러나 이는 업계 전체에 똑같이 작용하는 요인이다. 동사 고유의 수요처는 오히려 줄었다. 편의점 4사 점포 수는 2024년 말 54,852개에서 2025년 말 53,266개로 처음 감소했다(산업통상부, 2026.02.04). 대형마트 매출은 2026년 1월 -18.5%(YoY), 5월 -5.1%로 감소가 이어졌다(산업통상부 자료, 쿠키뉴스 2026.07.09). 쇼케이스 신규 수요의 원천인 출점이 멈춘 셈이다. 1톤 트럭 신규등록은 포터·봉고 합산 2023년 16.2만대에서 2024년 11.3만대로 30% 줄었다(카이즈유데이터연구소, 2025.01.10). 동사의 1H26 외부매출 감소 381억원 중 냉동·냉난방이 246억원, 특수·특장차가 127억원이다. 전방 지표와 동사 매출 사이의 인과는 추가 검증이 필요하다.

그림7 오텍 전방 수요 지표 (단위: 개, 대, %)

지표	이전	최근	변화	출처
편의점 4사 점포 수	54,852 (2024말)	53,266 (2025말)	-2.9%	산업통상부, 2026.02.04
대형마트 매출 증감(YoY)	-18.5% (2026.01)	-5.1% (2026.05)	감소 지속	산업통상부
봉고 국내 판매(월)	3,003 (2025 월평균)	2,347 (2026.09)	-21.8%	기아 판매실적
PV5 국내 판매(월)	3,967 (2026.02)	1,888 (2026.09)	-52.4%	기아 판매실적(2월은 출시 초기 물량 포함)
여름 폭염일수	10.6 (평년)	21.5 (2026)	약 2배	기상청, 2026.09.03

자료: 각 기관, R-Advisory

* 봉고 2025년 월평균은 연간 36,030대 ÷ 12로 계산했습니다. 월별 비교는 계절성을 조정하지 않은 참고 값입니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2026년 이른 더위와 프리미엄 에어컨 판매 호조를 내세운다. 오텍캐리어는 프리미엄 에어컨 1~5월 판매가 전년보다 187% 늘었다고 발표했다(전자신문, 2026.05.28).
- **숫자기반 해석**:
  - 그런데 1H26 연결 매출은 4,140억원으로 전년 같은 기간보다 381억원(-8.4%) 적다.
  - 같은 기간 오텍캐리어 에어컨 사업부문 매출은 2,307억원이며, 시스템 사업부문은 301억원이다.
  - 187%는 특정 제품군 수치이며 사업부문 전체 증감률은 공시로 확인되지 않는다.

산업 환경과 전망 — 상반기 손실은 원가율이 아니라 외환에서 났고, 원자재·냉매 상승은 아직 원가율에 나타나지 않았다

마진노트 — 상반기 손실의 원인 변수, 하반기에는 방향이 갈림

동사 수익성을 좌우하는 산업 변수는 환율, 금속 원자재, 냉매, 전방 출점, 1톤 샤시 수요 다섯 가지다. 원/달러 환율은 2026년 7월 초 1,555.8원으로 연중 고점을 찍은 뒤 10월 13일 1,345.1원까지 내려왔다(경향신문, 2026.10.13). 다만 기관 전망은 엇갈린다. KB국민은행은 연내 1,280~1,290원 하단을, 씨티은행은 6~12개월 1,450원을 제시했다(2026.10.13 / 2026.06.22). 세계은행은 2026년 알루미늄 평균 가격을 톤당 3,200달러(+21.6%, YoY)로 전망했다(Commodity Markets Outlook, 2026.04). 에어컨 냉매 R32는 2026년 6월 톤당 62,500위안으로 전년 대비 34% 올랐다(중국 제조사 호가, 36Kr 보도, 2026.07.02). 산업연구원은 2026년 민간소비 증가율을 1.7%, 가전 업종을 「완만한 회복」으로 전망했다(2026년 경제·산업 전망, 2025.11.24). 동사의 1H26 세전손익은 전년 같은 기간보다 156억원 나빠졌고, 그중 순외환손익 악화가 176억원이다. 매출원가율은 83.8%에서 83.5%로 오히려 낮아졌다.

변수	현재 상태 (기준일)	2026년 이후 업계 전망	출처 (기관·발표일·자료명·시나리오)
원/달러 환율	1,345.1원 (2026.10.13), 7월 고점 1,555.8원	1,280~1,290원(하단) ~ 1,450원	KB국민은행·IBK투자증권(경향신문, 2026.10.13) / 씨티은행 6~12개월 전망(2026.06.22) / 산업연구원 2026년 평균 1,391.7원(2025.11.24)
알루미늄	3개월물 3,538달러/톤 (2026.04.28)	2026년 평균 3,200달러(+21.6%), 2027년 3,000달러	세계은행 Commodity Markets Outlook(2026.04) — 하방 위험: 중국 수요 둔화
구리	현물 13,033달러/톤 (2026.01.05)	2026년 연평균 약 20% 상승	세계은행(2026.06.11)
냉매 R32	62,500위안/톤 (2026.06.12, +34% YoY)	2026년 생산 쿼터 증량 없음 → 강세 지속	CITIC증권(2025.12.18) — 출처가 제조사 호가라 독립성 약함
편의점 출점	점포 수 -1,586개 (2025년)	「출점을 통한 성장은 당분간 둔화」	LS증권 연구원 인용(2026.02.04)
민간소비·가전	—	2026년 민간소비 +1.7%, 가전 「완만한 회복」	산업연구원 2026년 경제·산업 전망(2025.11.24)

자료: 각 기관, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 환율 변동성 확대를 2025년 실적 부진의 외부 요인으로 들었다(2025년 사업보고서 IV). 이 설명대로라면 하반기 원화 강세는 외부 부담을 줄이는 방향이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 1H26 순외환손익은 -98억원으로 1H25 +79억원에서 176억원 나빠졌다. 이 차이는 같은 기간 세전손익 악화폭 156억원보다 크다.
  - 6월 말 재고 1,790억원은 상반기 환율 구간에 매입됐다. 원가 효과가 반영되는 시점은 공시로 확인되지 않는다.
  - 환율은 1,280원과 1,450원 사이로 전망 범위가 170원이다. 같은 방향을 가정한 판단은 검증이 필요하다.

정책 수요는 실재하지만 금액이 동사 매출로 이어지는 경로는 짧지 않다

마진노트 — 구급차·특별교통수단·히트펌프 예산, 대부분 2027년 정부안

정부 예산은 동사 본체 제품의 바닥 수요를 받쳐 준다. 소방청 2027년 예산안은 일반 구급차 270대 교체·보강에 412억원, 음압구급차 교체에 23억원을 반영했다(소방청, 2026.09.04). 국토교통부 2027년 예산안은 장애인 콜택시 등 특별교통수단 운영비 국비를 541억원에서 979억원으로 늘렸다(2026.09.01). 정부는 2035년까지 히트펌프 350만대 보급 목표를 세웠고, 2027년 열에너지 전기화 예산안은 157억원에서 859억원으로 늘었다(관계부처 합동 2025.12.16 / 기후에너지환경부 2027 예산안). 다만 세 예산 모두 국회 심의 전 정부안이다. 또한 특별교통수단 예산 증가분은 운영비이고 차량 구입비가 아니다. 히트펌프 설치비 보조율은 현재 70%에서 50% 이하로 낮추는 방안이 보고됐다(뉴시스, 2026.07.13). 정책은 수요의 하단을 지지하는 수준으로 보는 것이 적절하다고 판단된다.

- **회사에 유리한 해석**: 구급차 교체 예산, 특별교통수단 확충, 히트펌프 보급 확대는 회사 제품군과 직접 맞닿아 있다 (2026년 반기보고서 II).
- **숫자기반 해석**:
  - 동사의 2025년 앰뷸런스 외 매출은 226억원, 복지차 외 매출은 209억원으로 연결 매출의 각각 2.7%, 2.5%다.
  - 1H26 앰뷸런스 외 매출은 70억원, 복지차 외 매출은 48억원으로 2025년 연간의 31%, 23% 수준이다.
  - 민간 구급차 차령 9년 제한은 2014년부터 시행 중이며, 2025~2026년 신규 도입이 아니다(보건복지부).

4. 손익의 실체

영업이익 회복은 비용 절감에서 왔고, 순이익은 여전히 이자와 환율이 정한다

마진노트 — 매출총이익 감소, 판관비 감축으로 영업손실 축소

동사의 2025년 영업이익 개선은 매출 성장이 아니라 비용 절감에서 나왔다. 매출총이익은 1,467억원에서 1,401억원으로 67억원 줄었다. 판관비는 1,616억원에서 1,423억원으로 193억원 줄었다. 그 결과 영업손실이 149억원에서 23억원으로 줄었다. 2026년 상반기도 같은 구조다. 매출총이익은 49억원, 판관비는 26억원 줄어 영업이익이 32억원에서 9억원으로 감소했다. 영업 밖에서는 손실이 이어졌다. 2025년 금융원가는 210억원, 1H26은 75억원이다. 2025년 세전손실 163억원은 법인세수익 83억원(이연법인세 인식 영향)으로 순손실 80억원까지 줄었다. 법인세수익이 세전손실의 51%를 상쇄한 셈이다. 판관비 감소 193억원이 반복될 수 있는지는 공시로 확인되지 않는다. 따라서 다음 개선은 매출총이익의 회복으로 확인해야 한다고 해석된다.

그림8 오텍 손익 분해 (단위: 억원)

항목	2024	2025	1H25	1H26
매출총이익	1,467	1,401	730	682
판관비	1,616	1,423	699	672
영업이익	-149	-23	32	9
순외환손익(기타손익 중)	-	-	79	-98
금융원가	232	210	112	75
세전이익	-346	-163	39	-117
법인세비용(음수=수익)	-30	-83	-5	-18
당기순이익	-317	-80	34	-98
EBITDA(영업이익+감가상각비)	-45	82	84	63
이자비용	185	180	-	73

자료: 전자공시 DART(연결 포괄손익계산서·기타손익·금융손익 주석), R-Advisory

* 순외환손익 = 순외환차익 + 외화환산이익 − 순외환차손 − 외화환산손실. 연간 값은 사업보고서 주석 미추출로 표기하지 않습니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2025년 영업손실을 84.8% 줄였다고 공시했고(2026.03.11 보도), 2026년 2분기 영업이익은 51억원이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 EBITDA 82억원은 같은 해 이자비용 180억원의 0.46배다.
  - 1H26 EBITDA 63억원도 이자비용 73억원에 못 미친다(0.87배).
  - 2025년 순손실을 줄인 요인 중 법인세수익 83억원이 영업이익 개선폭 126억원의 66%에 해당한다.
  - 판관비 감소 193억원 중 일회성 항목과 반복 항목의 구분은 공시로 확인되지 않는다.

5. 운전자본과 차입

상반기 실적의 핵심은 손익이 아니라 쌓인 재고와 늘어난 단기차입이다

마진노트 — 매출은 감소, 재고는 31.6% 증가, 차입 확대로 대응

동사의 2026년 6월 말 재고자산은 1,790억원으로 1년 전(1,361억원)보다 31.6% 많다. 같은 기간 상반기 매출은 8.4% 줄었다. 재고 증가분 대부분은 냉동·냉난방 부문(1,640억원)에 있다. 상반기 영업활동현금흐름은 -346억원으로, 1년 전 +303억원에서 649억원 나빠졌다. 매출채권 증가 551억원과 재고 증가 630억원이 매입채무 증가 846억원을 넘어섰기 때문이다. 동사는 이 자금을 단기차입으로 메웠다. 단기차입금은 2025년 말 1,822억원에서 6월 말 2,225억원으로 늘었다. 에어컨 사업은 1분기·4분기가 비수기라 상반기 재고 축적은 계절적 요인이 있다. 그러나 매출이 줄어든 해에 재고가 30% 넘게 늘었다는 점은 하반기 할인 판매나 평가손실 위험으로 이어질 수 있다. 연말 재고와 차입금 수준이 회복의 첫 확인 지표라고 판단된다.

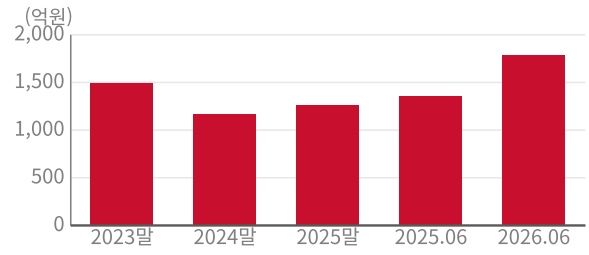
그림9 오텍 운전자본·차입금 추이 (단위: 억원)

항목	2023말	2024말	2025말	2025.06	2026.06
매출채권(유동)	1,708	1,517	1,343	-	1,920
재고자산	1,493	1,173	1,266	1,361	1,790
매입채무 등	1,319	1,053	942	-	1,788
현금성자산	452	396	175	730	257
총차입금(리스 제외)	2,472	2,280	2,021	-	2,487
순차입금	2,020	1,885	1,847	-	2,230
영업활동현금흐름(기간)	225	9	62	303	-346

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

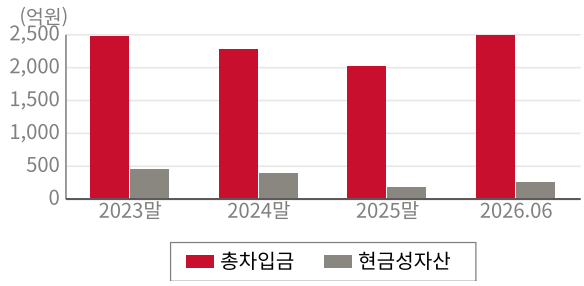
* 총차입금 = 단기차입금 + 유동성장기차입금 + 사채 + 유동화채무 + 장기차입금 + 신주인수권부사채. 리스부채는 제외했습니다.

재고자산 추이 (기말·반기말)



자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서, 연결), R-Advisory

총차입금과 현금성자산



자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서, 연결), R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 에어컨은 성수기 전에 재고를 쌓고 3분기에 판매·회수하는 계절 사업이므로, 6월 말 재고·차입 증가는 연중 정상 흐름이라는 설명이 가능하다(2025년 사업보고서 주석 5 「영업의 계절적 특성」).
- **숫자기반 해석**:
  - 같은 계절 기준인 2025년 6월 재고는 1,361억원이었다. 1년 사이 430억원 더 많다.
  - 같은 계절 기준 영업활동현금흐름은 +303억원에서 -346억원으로 바뀌었다.
  - 1H26 재고자산평가손실 19억원이 이미 반영됐다. 1H25에는 2.9억원이었다.
  - 6월 말 유동비율은 94.1%로 유동부채가 유동자산보다 266억원 많다.

6. 자본조달과 희석

신주인수권부사채로 조달한 자금은 성장 투자가 아니라 적자 자회사 증자에 쓰였다

마진노트 — 공모 신주인수권부사채 자금 전액, 씨알케이 증자로 사용

동사는 1년 사이 두 차례 자본을 조달했다. 2025년 8월 주주배정 유상증자로 850만주를 1,569원에 발행해 133억원을 조달했다. 2025년 4월 최초 결정 때의 예정 발행가는 2,160원, 조달 예정액은 184억원이었다(아시아경제, 2025.04.15). 이 자금은 시설·운영·채무상환·타법인증권 취득에 나눠 쓰였고, 그중 씨알케이 출자는 70억원으로 보도됐다(비즈워치, 2025.08.27). 2026년 1월에는 제13회 공모 신주인수권부사채(BW) 155억원을 발행했다. BW는 정해진 가격에 신주를 살 수 있는 권리가 붙은 사채다. 행사가는 1,881원이다. 2025년 12월 최초 결정 보도에서 BW 규모는 200억원, 용도는 차입구조 개선과 연구개발·시설이었다(KHARN, 2025.12.14). 최종 증권신고서상 용도는 타법인증권 취득 155억원이었고, 실제 사용도 같다(2026년 반기보고서 III-7). 이 자금은 씨알케이 유상증자 참여에 쓰였다. 그 결과 씨알케이 지분율은 2024년 말 62.5%에서 6월 말 86.08%가 됐다. 씨알케이의 6월 말 부채는 자본의 9.3배다. 즉 BW 자금은 성장 투자보다 적자 자회사의 재무를 받치는 데 쓰였다고 해석된다.

그림10 오텍 주식수 변동 (단위: 주)

시점	발행주식총수	변동 사유	출처
2024.12.31	15,391,605	-	2025년 사업보고서
2025.08.26	23,891,605	주주배정 유상증자 8,500,000주(발행가 1,569원)	2026년 반기보고서 I-3
2025.12.31 (사업보고서 기준일)	23,891,605	-	2025년 사업보고서
2026.06.30 (반기보고서 기준일)	27,459,782	제13회 BW 신주인수권 행사(행사가 1,881원)	반기보고서 자본금 기준
2026.10.15 (발간 기준일)	27,467,087	신주인수권 추가 행사	발행사 시세 데이터
잔여 신주인수권(추정)	약 4,673,322	전량 행사 시 약 32,140,409주	발행 8,248,804주 – 행사분

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 반기보고서는 등기 완료 기준 27,062,370주, 미행사 신주인수권 5,078,039주로 기재했습니다. 표의 6월 말 수치는 자본금(137.3억원 ÷ 액면 500원) 기준입니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 자회사 지원이 「불가피한 선택」이었다고 설명했다(조선비즈, 2026.03.20). 2024년 말 씨알케이 지분은 동사 62.5%, 강성희 대표 개인 37.5%였다고 보도됐다(아시아경제, 2025.04.15). 동사 지분이 86.08%로 높아져 그룹 냉장 사업의 지배력은 커졌다.
- **숫자기반 해석**:
  - 주식수는 2024년 말 대비 78.5% 늘었고, 잔여 신주인수권이 모두 행사되면 108.8% 늘어난다.
  - BPS는 2024년 말 6,400원에서 2026년 6월 말 3,688원으로 42.4% 낮아졌다.
  - 지분을 넓힌 씨알케이는 2025년 순손실 77억원, 1H26 순손실 35억원이다.
  - 현재 주가 2,320원은 행사가 1,881원보다 23% 높다. 잔여 신주인수권은 현재 주식수의 17.0%에 해당하는 잠재 희석 물량이다.
  - 자사주 1,185,916주(4.38%)는 소각이 아니라 블록딜·장내매도 처분이 계획돼 있다(2026년 반기보고서 I-4).

7. 지배구조와 특수관계

가장 높은 위험 신호는 재무제표 밖, 특수관계 거래와 이사회 구조에서 나온다

마진노트 — 관계형 위험 업종 최상위, 주주제안 전부 부결, 사외이사 1인

레이먼인덱스 관계형리스크(지배구조·자금거래 사건으로 산출한 위험 점수)는 0.4194로 CRITICAL(최고 위험) 등급이다. 코스닥 자동차·트레일러 업종 중위 0.0483의 8.7배이며, 업종 내 상위 8.6%의 고위험 구간이다. 공시에서도 그 근거가 확인된다. 첫째, 관계기업 에프디시스(지분 13.48%)로부터의 매입이 1H26 327억원이고, 동사가 이 회사에 빌려준 돈이 138억원이다. 둘째, 동사는 특수관계사 에스에이치글로발의 차입금 87억원에 대해 기한이익 상실 시 22.6억원까지 상환할 의무를 진다. 언론은 두 회사의 상위 지배회사가 대표이사 일가 소유라고 보도했다(아시아경제, 2025.04.15). 셋째, 동사가 종속회사를 위해 제공한 지급보증은 717.6억원으로 지배주주지분의 71%다. 넷째, 2026년 3월 정기주총에서 2대주주 에코리드가 낸 주주제안 5건(사외이사 독립성, 대표 보수 성과연동, 주주환원 정책, 자사주 소각 등)은 모두 부결됐다. 이사회는 사내이사 3인(대표이사 2인 포함)과 사외이사 1인으로 구성된다. 사외이사 비율(이사 총수의 4분의 1)은 법정 최소 수준이다. 이 구조가 동사의 할인 요인일 수 있다는 것은 가설이며, 검증이 필요하다.

그림11 오텍 특수관계·보증 현황 (2026.06.30 기준, 단위: 억원)

항목	금액	비교
관계기업 에프디시스 매입(1H26)	327	1H25 353
에프디시스 대여금(장부 100억원)	138	2025말 138
개인 특수관계자 대여금	28	2025말 14
에스에이치글로발 차입금 상환의무 한도	22.6	차입금 87억원 중
종속회사 지급보증 합계	717.6	지배주주지분 1,013억원의 71%
등기임원 보수(1H26, 단기급여+퇴직)	26.9	1H25 25.3

자료: 전자공시 DART(연결 주석 31 특수관계자, XI-2 채무보증), R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2026년 3월 정관을 바꿔 이사의 주주 충실의무, 자기주식 1년 내 소각 원칙(주총 승인 계획 시 예외), 동등배당을 명문화했다(2026년 반기보고서 I-5). 최대주주 측은 BW 신주인수권 매입과 장내매수로 지분을 34.20%까지 높였다고 공시 요약 매체가 보도했다(2026.09.01).
- **숫자기반 해석**:
  - 정관의 자사주 소각 원칙에도 불구하고 같은 주총에서 자사주 1,185,916주 전량의 보유·처분 계획이 승인됐다.
  - 이사 보수한도 안건은 3월 정기주총에서 부결된 뒤 5월 15일 임시주총에서 다시 상정돼 가결됐다(반기보고서 XI-1).
  - 최대주주 측이 사들인 신주인수권 476,041주의 취득가는 3.9억원(1주당 약 828원)이다. 공시는 이를 유통시장에서 제3자로부터 취득했으며 회사와 직접 자금거래는 없다고 기재했다.
  - 에프디시스(지분 13.48%)의 상위 지배회사 지분 구조는 공시로 확인되지 않으며, 언론 보도에 근거한다.

8. 신사업

데이터센터 냉각과 PBV 위탁제조는 기대가 공시보다 앞서 있다

마진노트 — 수주 발표 3건·인증 1건, 계약 공시는 없음

오텍캐리어는 2026년 하반기 데이터센터 냉각 성과를 잇달아 발표했다. 8월에는 수도권 48MW(메가와트) 하이퍼스케일 데이터센터의 터보냉동기 공급사로 선정됐다고 밝혔다(한국경제, 2026.08.18). 10월에는 200MW급 구미 AI 데이터센터 냉각설비 우선협상대상자로 선정됐다고 발표했다(MTN, 2026.10.15). 글로벌 캐리어의 1.3MW급 CDU(액체냉각 분배장치)는 엔비디아 품질 인증을 받았다(뉴스탭, 2026.10.01). 그러나 세 건 모두 회사 발표이며, 고객사와 금액은 공개되지 않았다. 구미 건은 최종 계약 전 단계다. 국내 데이터센터 냉각 시장은 2024년 3.3억달러에서 2033년 10.6억달러로 연평균 13.85% 성장할 것으로 IMARC가 추산했다(2025.07.24). LG는 칠러 연 매출 1조원을 목표로 제시했다(코리아헤럴드, 2026.09.01). 본체의 PBV 사업은 기아 위탁제조 계약(2024.05)과 화성 컨버전 센터(연 최대 2만대)가 있다. 기아는 2030년 PBV 23.2만대 판매를 목표로 제시했다(2026 CEO 인베스터 데이, 2026.04.09). 다만 기아는 여러 외부 특장 파트너를 함께 쓴다(파이낸셜뉴스, 2026.09.09). 두 신사업은 실재하는 기회이나, 계약 공시와 매출 인식이 확인되기 전까지는 기대 단계로 보는 것이 적절하다고 판단된다.

그림12 오텍 신사업 진행 단계 (2026.10.17 기준)

사안	발표일	단계	확인 근거
수도권 48MW 데이터센터 터보냉동기	2026.08.18	공급사 선정(회사 발표)	고객사·금액 비공개, 공시 없음
구미 200MW AI 데이터센터 냉각설비	2026.10.15	우선협상대상자	최종 계약 전
서울 도심 데이터센터 냉동기	2026.09	수주(회사 발표)	금액 비공개
CDU(65LL 모델) 엔비디아 인증	2026.10.01	제품 인증	인증 주체는 글로벌 캐리어 제품
기아 PBV 컨버전 위탁제조	2024.05 계약	화성 센터 가동	물량·금액 미공개
ST1 전기 냉동탑차 롯데마트	2026.08.14	초도 101대 공급(회사 발표)	반복 발주 미확인

자료: 언론 보도(회사 발표 인용), 전자공시 DART, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 데이터센터 냉각을 「신규 냉난방공조 시장」으로 본격화하고, 칠러에서 서버 랙까지 잇는 통합 냉각 솔루션을 구축했다고 밝혔다(2026년 반기보고서 II-1).
- **숫자기반 해석**:
  - 데이터센터 냉각이 속한 오텍캐리어 시스템 사업부문 매출은 2024년 1,010억원에서 2025년 692억원으로 31.5% 줄었다.
  - 1H26 시스템 사업부문 매출은 301억원이며, 수출은 3억원이다.
  - 6월 말 오텍캐리어 수주잔고는 634억원이다. 철도용 공조기기 비중이 크고, 데이터센터 건은 포함 여부가 공시로 확인되지 않는다.
  - 기아 PV5 국내 판매는 2026년 2월 3,967대에서 9월 1,888대로 줄었다.

9. 밸류에이션과 리스크

낮은 PBR의 상당 부분은 장부 구성과 이자 부담이 설명한다

마진노트 — 지배지분의 37%가 재평가 등 기타포괄손익, 주가 할인의 근거 약화

동사의 PBR은 0.63배(2026.10.15 시가총액 637억원 ÷ 1H26 지배주주지분 1,013억원)다. 비지배지분을 포함한 자본총계 기준으로는 0.48배다. 다만 지배주주지분 1,013억원 중 375억원(37%)은 2023년 토지 재평가에서 생긴 재평가잉여금 등 기타포괄손익이다. 이를 빼면 PBR은 1.00배다. 또한 이연법인세자산 221억원은 미래 과세이익을 전제로 한 자산이며, 연결 자본총계의 16.5%다. 이익 기준 지표는 의미가 약하다. 최근 12개월 EBITDA는 62억원으로, 시가총액·순차입금·비지배지분을 더한 기업가치(EV) 3,149억원은 EBITDA의 50.7배다. 동사 기업가치의 69%가 순차입금이다. PBR이 낮은 이유는 자본의 질과 차입 부담으로 상당 부분 설명된다. 할인이 줄어드는 조건은 차입금 감소, 이자보상 개선, 특수관계 거래 축소로 판단된다.

그림13 오텍 밸류에이션 지표 (기준일 2026.10.15)

지표	값	산식
시가총액	637억원	2,320원 × 27,467,087주
PBR(지배)	0.63배	637 ÷ 1H26 지배주주지분 1,013
PBR(자본총계)	0.48배	637 ÷ 1H26 자본총계 1,336
PBR(기타포괄손익 제외 지배)	1.00배	637 ÷ (1,013 − 375)
PSR	0.08배	637 ÷ 최근 12개월 매출 8,140
EV/EBITDA	50.7배	(637 + 순차입금 2,188 + 비지배 323) ÷ 최근 12개월 EBITDA 62
Peer 중위 PBR(5사)	0.61배	A사~E사, 2025.12.31 기준

자료: 전자공시 DART, 발행사 시세 데이터, R-Advisory

* 최근 12개월 = 2025년 연간 − 1H25 + 1H26. 순차입금은 총차입금 2,487억원 − 현금성자산 257억원 − 기타유동금융자산 42억원입니다.

* Peer는 한국표준산업분류(KSIC) 2자리 동일 업종·시가총액 0.5~2.0배 기준 자동 선정 5사이며, 2사가 적자여서 중위값의 대표성이 약합니다.

* 위 배수는 목표주가도 적정주가도 아닙니다 · Not Rated

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2023년 토지를 재평가모형으로 바꾼 이유를 「더 목적적합한 정보 제공」으로 설명했다(2025년 사업보고서 연결 주석). 그 기준으로 보면 동사는 장부상 순자산의 0.6배에 거래된다.
- **숫자기반 해석**:
  - 토지 재평가분 등 기타포괄손익(375억원)을 뺀 PBR은 1.00배다. Peer는 같은 조정을 하지 않아 직접 비교할 수 없다.
  - 연간 현금이자 지급액 166억원(2025년)은 시가총액의 26%다.
  - 3년(2023~2025년) 누적 지배주주순이익은 -479억원이고, 같은 기간 배당·자사주 소각을 통한 주주환원은 2023년 결산배당 이후 없다.

리스크 요인

① **이자보상과 단기 유동성.** 2025년 EBITDA 82억원은 이자비용 180억원을 덮지 못했다(0.46배). 영업이익 기준 이자보상배율은 2023~2025년 3년 연속 1배 미만이다. 6월 말 단기차입금은 2,225억원, 현금성자산은 257억원이다. 유동비율은 94.1%다. 차입금 상당 부분이 단기 운전자금 대출이어서 만기 연장이 반복적으로 필요하다. 2026년 상반기 이사회 의결 34건 중 차입·만기연장·보증 관련 안건이 22건이었다(반기보고서 VI).

② **희석과 매도 물량.** 잔여 신주인수권 약 467만주는 현재 주식수의 17.0%이며, 행사가 1,881원이 현재 주가보다 낮다. 자사주 118만주는 2027년 정기주총 전까지 블록딜·장내매도가 계획돼 있다. 두 물량을 합하면 현재 주식수의 21.3%다. 신주인수권은 행사 여부, 자사주는 처분 시점에 따라 실제 출회 규모가 달라진다.

③ **특수관계 거래와 보증.** 관계기업 에프디시스 매입·대여, 에스에이치글로발 차입금 상환의무, 종속회사 보증 717.6억원이 있다. 관계형리스크는 업종 중위의 8.7배다. 자회사 부실이 커지면 보증이 동사 부채로 옮겨 올 수 있다.

④ **이연법인세자산과 재평가잉여금.** 이연법인세자산은 2023년 말 106억원에서 6월 말 221억원으로 늘었다. 손실이 이어지면 회수 가능성 재평가로 자본이 줄 수 있다. 감사인은 2024~2025년 오텍캐리어 투자주식과 냉동·냉난방 부문의 손상 평가를 핵심감사사항으로 지정했다(사업보고서 V 기준).

⑤ **전방 수요.** 편의점 점포 수 감소, 대형마트 매출 감소, 1톤 샤시 판매 감소가 동시에 진행 중이다. 데이터센터 냉각 수주는 아직 계약 공시로 확인되지 않았다.

- **회사에 유리한 해석**: 감사의견은 3년 모두 적정이며 계속기업(사업을 계속할 수 있는지에 대한 감사 판단) 관련 중요한 불확실성은 기재되지 않았다(2026년 반기보고서 V).
- **숫자기반 해석**:
  - 자본총계는 1,336억원으로 자본잠식(자본이 자본금보다 작아진 상태)과는 거리가 있다. 자본금은 137억원이다.
  - 1H26 부채비율은 381%로 2025년 말 275%에서 106%p 높아졌다.
  - 영업이익이 이자비용(2025년 180억원)을 넘어서는 시점과 차입금 감축 계획은 공시로 확인되지 않는다.

실적 및 재무제표 (연결)

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	9,597.5	9,092.3	8,521.4	4,521.2	4,139.9
매출원가	8,207.0	7,625.1	7,120.7	3,790.7	3,458.2
(매출원가율(%))	85.5	83.9	83.6	83.8	83.5
매출총이익	1,390.5	1,467.2	1,400.7	730.4	681.7
(매출총이익률(%))	14.5	16.1	16.4	16.2	16.5
판매비와 관리비	1,488.1	1,616.0	1,423.3	698.5	672.4
영업이익	-97.7	-148.8	-22.6	31.9	9.3
(영업이익률(%))	-1.0	-1.6	-0.3	0.7	0.2
EBITDA	-	-45.1	82.4	83.5	63.2
(EBITDA 마진율(%))	-	-0.5	1.0	1.8	1.5
영업외손익	-140.1	-197.3	-140.1	7.0	-126.0
(관계·종속기업 관련 손익)	-19.1	-4.3	-27.0	-0.8	0.6
(금융수익)	116.2	119.9	105.5	44.0	43.5
(금융비용)	268.9	232.4	210.0	111.5	75.3
(기타)	31.7	-80.5	-8.6	75.3	-94.9
법인세차감전순손익	-237.8	-346.1	-162.7	38.9	-116.7
(세전이익률(%))	-2.5	-3.8	-1.9	0.9	-2.8
(법인세비용)	-30.9	-29.6	-83.1	-5.4	-18.3
(법인세율(%))	-	-	-	-	-
계속사업손익	-206.9	-316.5	-79.6	33.5	-98.5
중단사업손익	-	-	-	-	-
당기순이익	-206.9	-316.5	-79.6	33.5	-98.5
(당기순이익률(%))	-2.2	-3.5	-0.9	0.7	-2.4
지배지분순이익	-172.3	-232.5	-74.1	13.1	-86.8
(지배순이익률(%))	-1.8	-2.6	-0.9	0.3	-2.1
비지배지분순이익	-34.6	-84.1	-5.5	20.4	-11.7
기타포괄이익	431.3	-14.8	1.4	0.3	1.7
포괄순이익	224.3	-331.3	-78.1	33.7	-96.8

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
유동자산	3,868.4	3,206.6	2,882.6	4,249.3
(현금 및 현금성자산)	451.8	395.6	174.6	257.2
(매출채권 및 기타채권)	1,707.5	1,517.1	1,342.9	1,920.2
(재고자산)	1,493.1	1,173.0	1,266.5	1,790.4
(기타유동자산)	216.0	120.9	98.6	281.5
비유동자산	2,215.2	2,220.3	2,207.4	2,179.7
(유형자산)	1,324.7	1,300.3	1,277.7	1,264.1
(관계기업투자금)	27.7	32.2	43.0	55.1
(기타금융자산)	272.9	296.5	290.1	294.8
(기타비유동자산)	590.0	591.3	596.6	565.7
자산총계	6,083.5	5,426.9	5,089.9	6,429.1
유동부채	3,536.2	3,423.5	3,223.6	4,514.9
(매입채무 및 기타채무)	1,319.5	1,053.5	942.0	1,788.1
(단기차입금)	1,923.8	1,869.3	1,821.7	2,225.4
(유동성채무)	42.7	270.8	189.9	160.8
(기타유동부채)	250.2	229.9	270.0	340.6
비유동부채	920.0	721.7	509.6	578.2
(사채)	110.9	136.5	-	91.5
(장기차입금)	394.2	3.8	9.5	9.0
부채총계	4,456.3	4,145.2	3,733.2	5,093.1
지배지분	1,246.4	985.1	1,044.5	1,012.7
(자본금)	77.0	77.0	119.5	137.3
(자본잉여금)	331.9	331.9	419.8	478.0
(이익잉여금)	576.4	319.4	259.6	172.8
(기타자본변동)	261.2	256.9	245.7	224.7
비지배지분	380.9	296.6	312.2	323.2
자본총계	1,627.3	1,281.7	1,356.7	1,336.0
총차입금	2,471.6	2,280.4	2,021.1	2,486.8

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동 현금흐름	225.0	9.3	62.0	303.4	-345.8
당기순이익	-206.9	-316.5	-79.6	33.5	-98.5
비현금항목의 가감	407.0	145.2	332.6	132.5	211.2
(감가상각비)	-	103.7	105.0	51.6	53.9
(외화환산손익 순액)	-	-	-	-69.4	57.2
(지분법평가손익)	19.1	4.3	13.6	0.8	-0.6
(기타)	-	-	-	-	-
영업활동 자산부채변동	186.7	294.7	-80.1	192.0	-414.6
기타 현금흐름	-161.8	-114.1	-110.9	-54.6	-43.9
투자활동 현금흐름	-204.2	-22.4	-56.4	-28.1	-41.6
투자자산 감소(증가)	-	-	-	-	-
유형자산 처분(취득)	-56.2	-22.1	-35.1	-16.7	-11.3
기타	-148.0	-0.3	-21.3	-11.4	-30.3
재무활동 현금흐름	-153.8	-52.3	-223.7	65.4	466.0
단기차입금의 증가(감소)	100.2	-127.6	-56.7	120.0	359.1
단기사채	-	-	-	-	-
장기차입금의 증가(감소)	-144.1	-4.3	-190.4	-7.0	-2.6
장기사채	0.1	10.1	-5.5	-2.8	149.6
배당금의 지급	-18.5	-14.2	-	-	-
기타	-91.5	83.7	28.9	-44.8	-40.1
현금의 증감	-78.6	-56.1	-221.1	334.3	82.6
세후영업이익(NOPLAT)	N/A	N/A	N/A	24.9	7.3
잉여현금흐름(FCF)	158.4	-19.8	18.3	280.6	-360.7

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

12월 결산 (단위: 원·배·%)	2023	2024	2025	1H26
[주당지표]				
EPS(원)	-1,213	-1,636	-491	-366
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
BPS(원)	8,098	6,400	4,372	3,688
PBR(배)	0.55	0.56	0.41	0.63
EBITDA/Share(원)	-	-293	345	230
EV/EBITDA(배)	-	N/A	-	50.7
주당매출액(SPS)	62,355	59,073	35,667	15,076
PSR(배)	-	-	-	0.08
주당현금흐름(CFPS)	1,462	60	260	-1,259
DPS(원)	-	-	-	-
성장성(%, YoY)				
매출액 증가율	-	-5.3	-6.3	-8.4
영업이익 증가율	-	적지	적지	-70.8
순이익 증가율	-	적지	적지	적전
EPS 증가율	-	적지	적지	적전
수익성(%)				
투하자본이익률(ROIC)	-	-	-	-
ROA	-3.4	-5.8	-1.6	-1.5
ROE	-13.8	-23.6	-7.1	-8.6
안정성(%)				
유동비율	109.4	93.7	89.4	94.1
부채비율	273.8	323.4	275.2	381.2
이자보상배율(배)	-0.53	-0.86	-0.14	0.15

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비. 2023년 상각비는 이번 분석 자료에서 추출하지 않아 표기하지 않았습니다. 법인세율은 손실 상태의 법인세수익이라 표기하지 않습니다. (기타) = 기타이익 − 기타손실. 2025년 관계·종속기업 관련 손익 -27.0억원은 지분법손실 13.6억원과 종속기업처분손실 13.4억원입니다. 2025년 EPS는 손익계산서 본문 기준 -491원이며, 주석의 주당이익 산정표에는 -423원(가중평균 17,512,538주)으로 기재돼 있습니다.

* 매출채권 및 기타채권은 유동 기준입니다. 유동성채무 = 유동성장기차입금 + 유동성사채 + 유동화채무. 2023년 장기차입금 행에는 장기유동화채무 61.4억원을 포함했습니다. 기타자본변동 = 자기주식 + 기타포괄손익누계액. 기타비유동자산에는 이연법인세자산(2023 105.5 / 2024 140.3 / 2025 210.7 / 1H26 220.7)이 포함됩니다.

* FCF = 영업활동현금흐름 − 유형·무형자산 취득. NOPLAT = 영업이익 × (1 − 22%), 영업손실 기간은 N/A. 현금의 증감은 환율변동효과를 포함합니다. 장기사채 1H26은 신주인수권부사채 발행 152.4억원에서 사채 상환 2.7억원을 뺀 값입니다. 2025년 장기차입금 행은 유동성장기차입금 상환(200.5억원)을 포함한 순액입니다.

* 주당지표 분모는 각 시점 기말 발행주식수(2023·2024 15,391,605주 / 2025 23,891,605주 / 1H26 27,459,782주)입니다. EPS만 공시값(가중평균 유통주식수)입니다. 1H26 주당지표·ROA·ROE는 연율화하지 않은 반기 값입니다.

* 1H26 PBR·PSR·EV/EBITDA는 2026.10.15 주가 기준이며, EV/EBITDA와 PSR은 최근 12개월 값으로 산출했습니다. 2023~2025년 PBR은 각 연말 주가 기준입니다.

* 이자보상배율 = 영업이익 ÷ 현금이자 지급액. 1H26 성장성은 1H25 대비입니다(1H25 영업이익 31.9억원 → 1H26 9.3억원).

기업가치 제고 진단

자본비용(COE)과 Equity Spread (D1)

원천: valueup-benchmark-diagnosis v2.1 / 기준일 2026-10-16

표 D1-0 자본비용 입력값

입력	값	출처·기준일
Rf (무위험수익률)	3.854%	한국은행 ECOS 국고채 3년, 2026.10.16
β (산업 중위 베타)	0.5605	발행사 산업 베타, KSIC 30 자동차·트레일러 중위 58사, 2026.10.08 *
ERP (주식시장 위험프리미엄)	7.0%	발행사 정책 상수 †
COE = Rf + β × ERP	**7.78%**	**자본자산가격결정모형(CAPM)으로 직접 산출**

동사 COE는 약 7.8%다. 업종 도출 COE 10.9%는 백서의 업종 ROE÷PBR 역산치(g=0 가정)로, 위 값과는 별개다.

* 소형주 특성상 개별 베타 대신 산업 중위 베타를 적용했습니다. 개별 베타는 0.7121(상관 0.3585, R^2 0.1285, 252거래일)이며, 이를 썼다면 COE는 8.84%가 됩니다. 3개월 일평균거래대금은 11.9억원으로 시장 하위 71.5%이고 R^2가 0.13에 그쳐, 개별 회귀 베타는 신뢰도가 낮습니다.

* † ERP 는 관측치가 아니라 채택한 방법론의 결과입니다. · 발행사 기본 설정값(Damodaran 한국 ERP 4.87%, 달러 기준)을 쓰면 COE 는 6.58% 입니다. ERP 가 달러 기준이고 Rf 가 원화 국고채인 경우, 한·미 기대 인플레이션 차이만큼 COE 가 한쪽으로 치우칩니다. · 세 입력의 기준일이 다릅니다 — ERP 정책 상수 · Rf 2026.10.16 · β 2026.10.08. · FY2023·FY2024에도 현재 시점의 Rf·β·ERP를 고정 적용했습니다.

표 D1-1 Equity Spread (ROE − COE)

연도	ROE(연결·기말)	ROE(지배·기말)	COE	Spread(연결)	Spread(지배)
2023	-12.71%	-13.82%	7.78%	-20.49%p	-21.60%p
2024	-24.69%	-23.60%	7.78%	-32.47%p	-31.38%p
2025	-5.86%	-7.09%	7.78%	-13.64%p	-14.87%p

→ 3개년 모두 자본비용 미달이며 교차 시점은 없습니다. 2025년 연간 경제적 손익은 연결 기준 -185.1억원, 지배주주 기준 -155.3억원입니다.

표 D1-2 ERP 감도 (2025년, 연결 ROE -5.86%)

ERP	4.87%	5%	6%	7%	8%
COE	6.58%	6.66%	7.22%	7.78%	8.34%
Spread	-12.44%p	-12.52%p	-13.08%p	-13.64%p	-14.20%p

결론: ERP 가정과 무관하게 Spread 는 −12%p 이하이며, 양(+)으로 돌리려면 순이익률 회복이 선행돼야 한다.

ROE 3분해 (D2)

ROE 3분해 (2025년, 연결·기말)

ROE (2025)		순이익률		자산회전율		재무레버리지
-5.86%	=	**-0.93%**	×	**167.4%**	×	**375.2%**
연결 · 기말 자본총계		개선고려		유지		개선고려 — 낮춰야 할 요소

자료: 자체 계산(2025년 사업보고서 연결), R-Advisory

결론: 자산회전율은 업종 특성상 높은 편이지만, 순이익률이 음(–)이라 레버리지가 손실을 키우는 방향으로 작용한다. 레버리지 축소와 순이익률 회복이 함께 필요하다.

업종 벤치마크 대비 신호등 — 글로벌 산업분류(GICS) 경기소비재 (D3)

원천: valueup-benchmark-diagnosis v2.1(백서 업종 cons_disc, 모집단 31사) / 기준일 2026-10-16

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

지표	동사	업종 목표선	업종 실적선	판정
ROE(산출기, 지배·평균)	-7.30%	10.2% (백서 p.40)	8.0% (백서 p.67)	🔴
PBR(산출기, FY2025말 지배지분)	0.61배	0.9배 (p.38)	0.6배 (p.67)	🟡
PBR(발간 기준, 637.2 ÷ 1H26 지배 1,012.7)	0.63배	0.9배 (p.38)	0.6배 (p.67)	🟡
PBR(FY2025말 주가 기준, 발행사 제공)	0.41배	0.9배 (p.38)	0.6배 (p.67)	🔴
주주환원율	산출불가(분모 음수). 환원액 0(배당 0·자사주 0)	40% (p.43)	37.4% (p.66 시장 배당성향 대용 ⚠)	⚪ 산출불가
Equity Spread	-15.08%p	0 이상 🟢	–2%p 이상 🟡	🔴

목표 PBR 상한 = 목표 ROE 10.2% ÷ 업종 도출 COE 10.9% = 0.94배다. 목표 ROE 는 갭 17.5%p 가 10%p 를 넘어 2단계(중기 1.4% → 장기 10.2%)로 제시됩니다. 현재 PBR 0.63배는 상한 아래이나, ROE 가 음(–)이어서 상한까지의 거리를 자본효율로 설명할 수 없습니다.

* 산출기 하드룰(원문): 「당기순손실 — ROE가 음(-)이므로 Equity Spread는 자동으로 자본비용 미달입니다. 배당성향·주주환원율은 분모가 음수라 산출불가로 처리했습니다.」
* ROE 기준이 셋입니다 — 산출기 지배·평균 -7.30%, 지배·기말 -7.09%, 연결·기말 -5.86%. 어느 기준으로도 판정은 🔴로 같습니다.
* 주주환원율 실적선은 백서 미수록으로 시장 배당성향을 대용한 값이며 판정 근거로 쓰지 않습니다.
* GICS 25는 산출기 키 cons_disc(자유소비재)로 매핑했습니다. KSIC 30 기반 레이먼인덱스 벤치마크와는 축이 다릅니다.
* 목표선은 회사가 선언한 목표가 아닙니다. 기업가치 제고 계획 공시 여부가 확인되지 않아 위 목표선은 모두 외부 기준선입니다.

주주환원 설계 유형 (D4)

최근 3년(2023~2025) 누적 FCF 156.9억원 ÷ 누적 순이익 -603.0억원 → 정의되지 않음(누적 순이익 음수).

권고 유형: ③ 재무성과 조건부(Trigger)형

권고 산식 예: 「연결 순차입금/EBITDA 3.5배 이하 및 지배주주순이익 2년 연속 흑자 달성 시 배당 재개, 배당성향 업종 목표 평균(31%) 수준」 + 자사주는 처분이 아닌 소각 비율 명시

* 산출기 원문: 「FCF·순이익 데이터 부족으로 여력 검증 불가」. 실제 사유는 3년 누적 지배순이익 -478.9억원(연결 -603.0억원)으로 커버율이 의미 없기 때문입니다.
* 목표 주주환원율 40%(배당성향 31%)는 업종 목표 평균입니다.
* 현재 자사주 1,185,916주는 처분(블록딜·장내매도) 계획이 승인돼 있습니다. 비용 0원 카드인 「선배당액 확정 → 후배당기준일」 정관 개정은 반기보고서상 「진행하고 있지 않음」입니다.

KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단 (D5)

공시 이력 확인: 공시 이력 미확인(확인일 2026-10-17) · 점검 원천: 사업보고서

* 기업가치 제고 계획 공시 여부는 확인되지 않았습니다.

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	제외	공시 이력 미확인 · 재무데이터로 착수 가능
②	자본비용 등 분석	제외	공시 이력 미확인 · 코스닥 선정 0건 · 희소성 최고
③	중장기 계량적 목표설정	제외	공시 이력 미확인 · 재무데이터로 착수 가능
④	종합적 분석을 통한 목표설정	제외	공시 이력 미확인 · 코스닥 선정 1건
⑤	구체적·합리적 계획수립	제외	공시 이력 미확인
⑥	임직원 인센티브 연계	제외	공시 이력 미확인 · 코스닥 선정 0건 · 희소성 높음
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	제외	공시 이력 미확인 · 코스닥 선정 1건
⑧	이행평가 결과 반영	제외	공시 이력 미확인
⑨	경영진 소통 참여	제외	공시 이력 미확인
⑩	적극적인 소통정책	제외	공시 이력 미확인
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	제외	공시 이력 미확인 · 코스닥 선정 0건 · 희소성 높음
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	제외	공시 이력 미확인 · 희소성 높음

* 공시 이력이 확인되지 않아 12개 항목 모두 사전 점검 대상에서 제외했습니다(0점 처리 아님, 분모에서도 제외).

* 참고 사실: 2026.03.27 정기주총에서 2대주주가 제안한 「중장기 주주환원 정책 수립」「자기주식 소각 정책 검토 및 실행계획 수립」 안건은 부결됐습니다(반기보고서 XI-1).

노려볼 항목: ② 자본비용 분석(코스닥 선정 0건, 재무데이터로 즉시 착수 가능)과 ⑫ 지배구조 개선 목표·이행일정(사외이사 1인 구조와 주주제안 부결 이력이 있어, 개선 일정을 공표하면 차별성이 가장 큼).

레이먼인덱스 포지셔닝 — KOSDAQ × KSIC 30 상위 10% 대비 (D6)

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · FY2025

산식 v3.1(R-계보) · KOSDAQ × KSIC 30 업종 중위 대비. 품질 4지수는 100점 환산 절대 점수, WP·관계위험은 0~1 척도로 낮을수록 안전하다.

CEI 자본효율	**60.8**	업종 중위 62.6 대비 −1.8로 🟡. 동일 산식 3년간 **+2.8** 개선했다.
CGI 현금거버넌스	**30.7**	업종 중위 62.2의 절반, 백분위 **1.7%**로 🔴. 2년 연속 하락했다.
RII 재투자강도	**59.5**	2024년 34.5에서 회복, 업종 중위 63.8 대비 🟡.
MAI 모멘텀정합	**48.5**	업종 중위 58.4 대비 −9.9로 🟡. 3년간 **−12.0** 낮아졌다.
WP 악화확률	**0.0412**	LOW 등급이나 업종 중위 0.0303보다 높아 🟡. 단일 시점 값이다.
관계위험 사건 가중	**0.4194**	**CRITICAL** — 업종 중위 0.0483의 8.7배, 업종 내 상위 8.6% 고위험.

자료: 발행사 레이먼인덱스 데이터(산출 2026-10-13), raymonds-index-benchmark-review, R-Advisory

원천: 지수값 — 발행사 레이먼인덱스 데이터(FY2023~2025, 산식 v3.1 R-계보, 산출 2026-10-13, 발행사 확인) · 관계형리스크 — 발행사 해저드 모델(rel_hazard_v1, 관측창 2023.10.13~2026.04.13) · 판정 — raymonds-index-benchmark-review(벤치마크 기준일 2026-10-13, 모집단 56~58사)

지수 해설 — CEI(자본효율 지수) · CGI(현금거버넌스 지수) · RII(재투자강도 지수) · MAI(실적·투자 방향 정합 지수) · WP(재무 악화 확률). R-은 산식 v3.1 후처리 계보 표기입니다.

표 D6-1 위험 축 (낮을수록 우량)

지표	값·등급	업종 μ(중위 대용)	갭	본사 백분위	판정	기준선·모델·추세
관계형리스크	0.4194 · CRITICAL	0.0483	vs μ +0.3711(8.7배)	91.4%	🔴 위험	저위험 10% 경계 0.0373, 상위10%(T) 산출불가 · rel_hazard_v1, 관측창 [2023-10-13, 2026-04-13), 산출 2026-10-12 · 단일 시점, 추세 없음
WP 운영 모델	0.0412 · LOW	0.0303	vs μ +0.0109, vs T −0.3208	70.7%	🟡 주의(WP ≥ μ)	저위험 10% 경계 0.0255, T 0.362(저장 벤치마크 2026-07-06), 0.5T = 0.181 · v8.2.0, 2026-05-15 · 단일 시점, 추세 없음

* 백분위는 낮을수록 안전합니다. 품질 축 판정 기준: 🏆 ≥T / 🟢 μ~T / 🟡 0.7μ~μ / 🔴 <0.7μ

표 D6-2 품질 축 (높을수록 우량)

지표	FY	값	μ(중위 대용)	0.7μ	p90	상위10% 평균(T)	갭 vs μ	갭 vs T	백분위	판정	추세
R-CEI	2023	58.0	74.7	52.29	85.7	87.6	-16.7	-29.6	25.0%	🟡	
R-CEI	2024	57.3	68.2	47.74	82.6	86.8	-10.9	-29.5	31.6%	🟡	↓
R-CEI	2025	60.8	62.6	43.82	84.1	87.7	-1.8	-26.9	44.8%	🟡	↑ (3년 +2.8)
CGI	2023	55.2	63.2	44.24	75.3	81.0	-8.0	-25.8	19.6%	🟡	
CGI	2024	50.4	63.0	44.10	73.9	78.8	-12.6	-28.4	15.8%	🟡	↓
CGI	2025	30.7	62.2	43.54	71.1	75.9	-31.5	-45.2	1.7%	🔴	↓ ↓ 2기 연속 하락 (3년 -24.5)
R-RII	2023	56.8	65.5	45.85	84.8	86.4	-8.7	-29.6	32.1%	🟡	
R-RII	2024	34.5	61.3	42.91	85.5	89.8	-26.8	-55.3	8.8%	🔴	↓
R-RII	2025	59.5	63.8	44.66	90.0	92.2	-4.3	-32.7	46.6%	🟡	↑ (V자, 3년 +2.7)
MAI	2023	60.5	67.9	47.53	81.5	83.9	-7.4	-23.4	35.7%	🟡	
MAI	2024	47.5	65.8	46.06	80.6	85.0	-18.3	-37.5	12.3%	🟡	↓
MAI	2025	48.5	58.4	40.88	76.5	81.6	-9.9	-33.1	34.5%	🟡	→ (3년 -12.0)
R-종합	2023	56.1 (B+)	65.2	45.64	78.5	80.6	-9.1	-24.5	23.2%	🟡	
R-종합	2024	43.9 (B-)	63.7	44.59	74.5	78.5	-19.8	-34.6	8.8%	🔴	↓
R-종합	2025	50.1 (B)	60.9	42.63	75.3	79.3	-10.8	-29.2	17.2%	🟡	↑ (3년 -6.0)

표 D6-3 종합 진단

구분	결론
위험 축	🔴 — 관계형리스크 CRITICAL(그룹 중위의 8.7배, 백분위 91.4%), WP 🟡(LOW이나 μ 이상)
품질 축 (FY2025)	미흡 — 🏆·🟢 0개, 🟡 4개(R-CEI·R-RII·MAI·R-종합), 🔴 1개(CGI, 백분위 1.7%)
4분면	④ 위험 높음 × 품질 미흡. 선행(위험) 축이 후행(재무 기반 품질) 축보다 우선합니다
특별규칙(자본배분 위반)	산출불가 — 발동 여부 확인되지 않음

품질 축에서 동사의 문제는 한 곳에 몰려 있다. CEI·RII·MAI는 업종 중위 근처의 🟡인데, CGI만 업종 최하위권(1.7%)이다. 이는 ROE 3분해(D2)의 재무레버리지 375%·EBITDA 대비 차입 24배와 같은 곳을 가리킨다. 위험 축의 관계형리스크 CRITICAL 은 섹션 7의 특수관계 거래·보증과 일치한다.

개선 조치(요약): 관측창 내 신규 지배구조 사건을 차단하고, 차입 상환과 EBITDA 개선으로 CGI 의 부채건전성·현금적정성 구성요소를 회복하는 것이 우선입니다.

* μ 자리에는 원자료가 제공한 업종 중위를 넣었습니다(중위 대용). 0.7μ 경계도 중위 기준입니다.
* 관계형리스크는 0~1 해저드 척도라 스킬의 0~100 절대 임계를 적용하지 않고 업종 중위와 등급으로 판정했습니다.
* WP 는 업종 평균(0.074)을 쓰면 판정이 🟢로 바뀝니다. T 0.362 는 스킬 저장 벤치마크(2026-07-06)입니다.
* WP 는 단일 시점 값이며, 분기 WP(별개 계보, 2026Q2 0.0062)는 연간표에 섞지 않았습니다.
* 회계·공시 사건 10종은 지수 데이터에서 확인되지 않으며 「해당 없음」이 아닙니다.
* CGI 원인은 구성요소 점수가 확인되지 않아 재무 수치에서 추정한 것입니다.
* ※ WP는 0~1 스케일, CEI·CGI·RII·MAI는 0~100 스케일

저PBR 위치 진단 (D7)

구분	값
동사 PBR (2025Q4, 발행사 데이터)	0.41배
동사 PBR (발간 기준, 지배)	0.63배
판정 기준선 (2025Q4)	0.30배
업종(GICS 25) 내 백분위 (2025Q4)	21.12% (161사)
Peer 중위 PBR	0.61배 (5사)
PBR 1배 미만 지속	관측 6반기(2023Q2~2025Q4) 모두 1배 미만

기간	PBR	기준선	섹터 백분위	모집단	저PBR 해당
2025Q4	0.41	0.30	21.12%	161	—
2025Q2	0.36	0.34	15.92%	157	—
2024Q4	0.56	0.32	41.83%	153	—
2024Q2	0.56	0.37	30.46%	151	—
2023Q4	0.55	0.43	25.17%	147	—
2023Q2	0.79	0.48	36.81%	144	—

원천: 발행사 저PBR 위치 데이터 · 발행사 확인

리스트 편입 추정 — 관측 6반기 모두 판정 기준선을 넘어 저PBR 해당 없음. 기준 공표 여부 — 거래소 공식 기준은 확인되지 않았다.

리스크 방향: PBR 1배 미만이 관측 구간 3년 내내 이어졌다. 기업가치 제고 계획 공시 여부가 확인되지 않은 상태에서, 자본비용에 못 미치는 수익성(Equity Spread −13.64%p)을 설명할 책임이 커질 수 있다.

논거 방향: 동시에 판정 기준선(0.30배)보다는 높고, 업종 내 백분위도 21%로 최하위권은 아니다. 다만 기타포괄손익을 제외한 지배지분 기준 PBR 은 1.00배여서, 이 수치만으로 저평가를 단정하기는 어렵다.

* Peer 5사 중 2사가 적자로 중위값의 대표성이 약합니다. 실명 대신 A사~E사로 표기합니다(A사 0.61 / B사 0.29 / C사 0.92 / D사 0.81 / E사 0.50배).

한기평 기준 재무건전성 신호등 (D8)

원천: financial-benchmark-review / 기준일 2026-10-17 · 업종 벤치마크 신호등(D3, 기업가치 제고 관점)과 기준이 다릅니다

지표	산식	FY2023	FY2024	FY2025	1H26(참고)	정상범위(🟡)	양호(🟢)	판정	추세
부채비율	부채/자본총계	273.8%	323.4%	275.2%	381.2%	100~200%	≤100%	🔴	FY23→25 →, 1H26 ↑ 악화
차입금의존도	총차입금/자산	40.6%	42.0%	39.7%	38.7%	30~45%	≤30%	🟡	→
순차입금	총차입금 −현금성	2,019.8	1,884.8	1,846.5	2,229.6	양수·안정	순현금	🟡	FY ↓감소, 1H26 +383.1 급증
EBITDA	영업이익 +상각비	산출불가[1]	-45.1	82.4	63.2	정체	양수·성장	🟡	FY24 음수→FY25 양수, 1H26 YoY -24.3% (83.5→63.2)
순차입금/EBITDA	—	산출불가[1]	산출불능[2]	22.41배	17.64배[5]	2~3.5배	≤2배	🔴	—
EBITDA/이자비용	현금이자지급 기준	산출불가[1]	산출불능[2]	0.50배	1.03배	3~5배	≥5배	🔴	—
단기차입 커버리지	현금성/(단기차입금 +유동성채무)	0.23배	0.18배	0.09배	0.11배	0.5~1배	≥1배	🔴	↓ (검증 단계 재산출)
유동비율	유동자산/ 유동부채	109.4%	93.7%	89.4%	94.1%	100~150%	≥150%	🔴	↓
전환사채·BW 잔액	주석	—	—	—	BW 155.2억[6]	소액	없음	🟡	풋 조건 확인되지 않음. 현재가 2,320원이 행사가보다 높아 희석 가능 구간
영업이익률	영업이익/매출	-1.02%	-1.64%	-0.27%	0.22%	0~8%	≥8%	🔴	↑개선
EBITDA마진	EBITDA/매출	산출불가	-0.50%	0.97%	1.53%	5~12%	≥12%	🔴	↑
ROE(지배, 기말)	지배순이익/ 지배지분	-13.82%	-23.60%	-7.09%	-8.57%[4]	0~10%	≥10%	🔴	FY24 저점, FY25 ↑
영업현금흐름(OCF)	현금흐름표	225.0	9.3	62.0	-345.8	변동	지속 양(+)	🟡	변동, 1H26 대폭 음(−)
FCF	OCF−CAPEX−배당	139.9	-34.0	18.3	-360.7	일시 음수	지속 양(+)	🟡	변동, 1H26 대폭 음(−)
OCF/영업이익	—	산출불능[3]	산출불능[3]	산출불능[3]	-37.18배	0.5~0.8배	≥0.8배	🔴(1H26)	—
매출 성장률	연평균 (CAGR)·YoY	—	-5.26%	-6.28%	-8.43%[7]	—	—	⚪ 기준 없음	↓ 3기 연속 감소. CAGR(FY23→25) -5.77%

회계 품질 플래그

✔	**미분해 손익**	탐지(전 기간). 금융수익 반영 후 잔차(기타손익+관계·종속기업 손익) FY25 -35.4억원(영업이익 절대값의 157%), 1H26 -94.3억원 → 본문 그림8에서 외환·금융원가로 분해
☐	이연법인세	미탐지(전 기간 법인세가 수익). 참고: 이연법인세자산 105.5 → 140.3 → 210.7 → 220.7억원
☐	비현금 금융원가	미탐지(금융원가/현금이자 1.46 · 1.35 · 1.27 · 1.23배)
☐	채권 역행	FY 미탐지, 1H26 점검불가(1H25 매출채권 잔액 확인되지 않음)
✔	**흑자인데 OCF 음(–)**	탐지(1H26 영업이익 +9.3억원, 영업활동현금흐름 -345.8억원) → 본문 섹션 5에서 운전자본으로 해명
☐	손상 미인식 의심	미탐지(참고: 냉동·냉난방 현금창출단위(CGU) 손상평가 핵심감사사항)

✔ 탐지 — 본문 해명 반영 ☐ 미탐지·점검불가 · 플래그 2건 탐지

자료: financial-benchmark-review, 기준일 2026-10-17, R-Advisory

* [1] 상각비 누락 [2] EBITDA 음수 [3] 영업적자 [4] 반기 값, 연환산 안 함 [5] 연환산 [6] 행사가 1,881원, 잔여 신주인수권 약 467~508만주(현 주식수의 17.0~18.5%) [7] YoY

* 이자비용 분모는 현금흐름표의 이자지급(현금) 기준(184.2 / 172.2 / 165.5 / 61.3). 금융원가와의 비율 1.23~1.46배

* EBITDA ≤ 0 인 FY2024 는 커버리지 산출불능 → 유동성 축(유동비율 93.7%, 현금/총차입 0.17)으로 전환

* 1H26 순차입금/EBITDA 는 반기 EBITDA 를 2배로 연환산한 가정값이며 연간 판정 근거가 아님

* 총차입금에서 리스부채를 뺐기 때문에 차입금 지표가 과소 산출될 수 있음

* 🔴 8개(단기차입 커버리지 재산출 포함) — 본문 섹션 9 리스크 요인 ①에 재무건전성 리스크 문단 반영

* FCF 정의: 이 표는 OCF − CAPEX − 배당, 현금흐름표의 FCF 행은 OCF − CAPEX(배당 미차감)

* 1H26 순차입금/EBITDA 연환산 = 2,229.6 ÷ (63.2 × 2)

* 원천: financial-benchmark-review, 기준일 2026-10-17

Compliance Notice

[발행사 정보] 독립리서치-R by KONNECT
대표애널리스트 박재준
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 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.

표 E-1 투자의견 (변동)내역

일시	2026.10.17
투자의견	Not rated
목표가격	-

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.

표 E-3 증권사별 보고서 발간 횟수 (기준일 2026.10.16)

연도	2022	2023	2024	2025	2026
발간 횟수	-	-	-	-	1
발간 증권사	-	-	-	-	한양증권

* 공개 IR 페이지 조회 기준이며, 전수 확인은 아닙니다.

R – Advisory

BY KONNECT

독립리서치-R by KONNECT

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