2026. 9. 3.

R-Advisory
박재준
대표애널리스트
raymond@konnect-ai.net

딥노이드 (315640, KOSDAQ)

생성형 AI 의료기기 국내 첫 지정, 3등급 품목허가 획득, 매출의 90%가 산업AI인 회사가 의료AI로 돌아오는 중

SUMMARY

1. 2008년 설립, 2021년 기술특례로 상장한 18년차 의료AI 기업
2. M4CXR, 생성형 AI 의료기기 국내 첫 지정·3등급 품목허가
3. 시장 즉시진입 의료기술 시행, SaMD 진입기간 490 → 80일
4. 의료AI 매출 +54.4%, 매출총이익률 9.5% → 64.1% 믹스 이동
5. 상급종합병원 17개 레퍼런스와 M4CXR 병원 3곳 공급 개시
6. 순현금 118~168억원(시총의 23~33%), 전환사채 잔액 0건

이 리포트는 상방과 하방을 같은 무게로 다룹니다

주논거 — 사업구조 전환: 2025년 의료AI 매출이 4.8억원에서 7.4억원으로 **+54.4%** 늘고 매출총이익률이 9.5%에서 **64.1%**로 올랐습니다. 같은 해 산업AI는 −32.6%, AI교육은 0원이 됐습니다. 절대 규모는 아직 비교가 되지 않지만 **방향은 처음으로 갈렸습니다.**

그러나 하방이 더 가깝습니다: 5개 사업연도 연속 순손실이고 누적 결손금은 745.3억원입니다. **2026 사업연도부터 코스닥 매출액 요건이 적용**되고 법인세비용차감전계속사업손실 요건은 이미 적용 구간입니다. 본문 7장을 리스크 요인에 독립 배정했고, 산문 분량 기준 **가장 긴 챕터**입니다.

기준일: 재무 2025.12.31(제18기 사업보고서·별도) · 시장 데이터 2026.09.01 · 발간 2026.09.03. **2026년 1분기·반기 보고서를 반영하지 않았고**, 기준일 이후 사실은 「보고기간 후」로 별도 표기했습니다.

▶ AT A GLANCE

투자의견	**Not Rated**
목표주가	제시하지 않음
현재주가	1,721원 (26.09.01)
시가총액	505.5억원
발행주식수	29,372,232주
자본금 / 액면가	146.9억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	4.79억원
거래대금 시장 백분위	하위 53.6%
BPS	970원
PBR / PSR	1.78배 / 6.8배
PER	N/A (적자)
전환사채 잔액	없음

주당지표는 2026.09.01 종가와 발행주식수 29,372,232주 기준이고 분모인 자기자본·매출액은 2025.12.31 기준이라 시점이 혼재합니다. 52주 최고·최저가, 외국인지분율, 유동주식비율은 확인되지 않았습니다

▶ 주주현황

최우식 (대표이사)	13.46%
김태규 (前 전무)	10.50%
우리사주조합	0.19%
기타 (32,231명)	75.85%

2025.12.31 사업보고서 주석 1 기준입니다. 김태규 前 전무는 2026.08.10 잔여 지분을 매각한 것으로 보도돼 위 10.50%는 발간일 현재 유효하지 않습니다

▶ 이 리포트의 구성

본문	7개 챕터 (7장은 리스크 요인)
재무제표	별도 4표 · 연결 미작성
진단	D1~D8 기업가치 제고

투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않습니다

SUMMARY FINANCIAL DATA 별도, 단위 억원

	2023	2024	2025
매출액	19.3	108.5	74.7
매출총이익	8.1	10.3	47.9
매출총이익률 (%)	41.9	9.5	64.1
영업이익	-67.3	-101.0	-105.6
당기순이익	-67.4	-90.8	-107.5
자본총계	271.8	190.4	284.8
영업활동현금흐름	-47.7	-139.0	-63.6
ROE (기말, %)	-24.79	-47.67	-37.74
부채비율 (%)	26.7	67.9	42.0

자료: 전자공시 DART 제18기 사업보고서(별도), R-Advisory by KONNECT · 종속기업이 없어 연결재무제표를 작성하지 않으며 전 기간 별도재무제표 기준

이 리포트의 전제
동사는 5개 사업연도 연속 순손실을 냈고, 누적 결손금은 745.3억원이다. 2026 사업연도부터 코스닥 매출액 요건이 적용되며, 법인세비용차감전계속사업손실 요건은 이미 적용 구간에 들어와 있다. **따라서 이 리포트는 상방 논거와 하방 위험을 같은 무게로 다루며, 마지막 본문 챕터를 리스크 요인에 독립적으로 배정했다.**
재무 기준 시점은 제18기(FY2025) 사업보고서이고, 기준일 이후 발생한 사실은 「보고기간 후」로 별도 표기했다.

표지 차트

그림1. 딥노이드 주가 및 주식수 변동 (단위 : 원, 주)

일자	종가	발행주식수	사건
2024.05.03	7,250	22,421,268	무상증자 1:1 상장 *(권리락 04.05, 직전 16,430원)*
2025.12.30	3,245	29,372,232	유상증자 신주 상장 *(+30.3%)*
2026.09.01	1,721	29,372,232	-

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

주: 월별 종가 시계열을 확보하지 못해 기업행위 시점의 3개 관측치만 표기했다. 2025.12.30 → 2026.09.01 종가는 9개월 만에 −47.0%이며, 이 구간에는 주식수 변동이 없어 수정 없이 직접 비교할 수 있다. 2024.05.03 이전 주가는 무상증자 권리락 전 기준이므로 이후 값과 직접 비교할 수 없다.

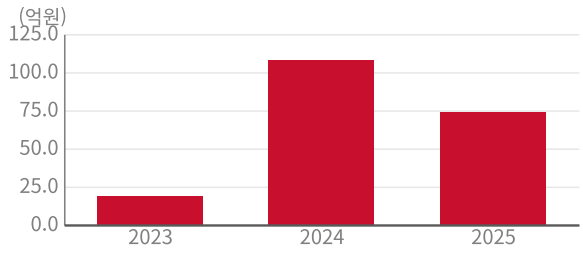
그림2. 딥노이드 (별도) 사업부문별 매출비중 (단위 : %)

부문	2024	2025
산업AI	92.1	90.1
의료AI	4.4	9.9
DX (AI교육)	3.5	0.0
합계	100.0	100.0

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

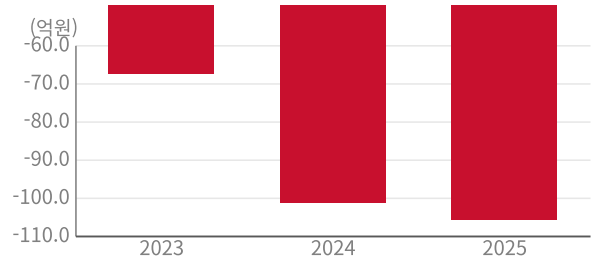
주: 제18기 사업보고서 주석 35 「영업부문 정보」 기재값이다. 동사는 연결재무제표를 작성하지 않으며 모든 수치는 별도 기준이다.

매출액 추이 (별도)



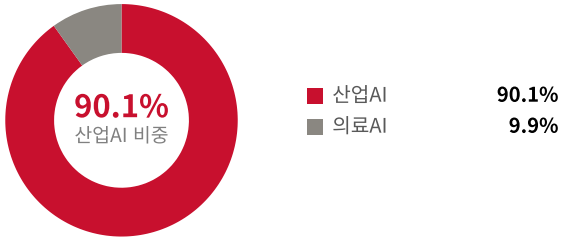
자료: 전자공시 DART (제18기 별도), R-Advisory by KONNECT

영업손익 추이 (별도)



자료: 전자공시 DART (제18기 별도), R-Advisory by KONNECT

2025년 부문별 매출 구성



자료: 대주회계법인 감사보고서(2026.03.23) 주석, R-Advisory by KONNECT

딥노이드 (별도) 연도별 실적 및 주요 지표 추이 (단위 : 억원, 원, 배, %)

항목	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	-	-	19.3	108.5	74.7
영업이익	-	-	-67.3	-101.0	-105.6
당기순이익	-88.5	-53.3	-67.4	-90.8	-107.5
영업이익률	-	-	-348.0	-93.1	-141.3
ROE	-64.40	-53.52	-24.79	-47.67	-37.74
EPS	-	-	-350	-405	-472
BPS	-	-	2,457	849	970
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	-	-	-	-	1.78

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

주1: 2021~2022년 매출액·영업이익은 제18기 사업보고서 XBRL의 표시 범위(제16~18기) 밖이어서 표기하지 않았다. 두 해의 당기순이익과 자본총계는 발행사 확인 데이터로 보완했다.

*주2: ROE는 **기말 자기자본 기준**이다. 2025년은 기중에 유상증자 197.2억원이 들어와 자기자본이 190.4억원 → 284.8억원으로 늘어난 해이므로 분모의 시점 영향이 크다. **평균 자기자본 기준으로 계산하면 −45.23%**이며, 기말 기준 −37.74%보다 나쁘다.*

*주3: EPS는 사업보고서 공시치(가중평균 유통주식수 기준)다. 2024년 1:1 무상증자와 2025년 유상증자로 주식수가 2023년 11,062,134주에서 2025년 29,372,232주로 2.66배 늘었으므로 **연도 간 EPS를 직접 비교할 수 없다.** 2023년 −350원은 무상증자 소급조정이 반영된 값이며, 소급 전 기준으로는 −609원이다.*

주4: BPS는 각 회계연도 말 자기자본을 같은 시점 발행주식수로 나눈 값이다. 2023년 2,457원은 무상증자 전 기준이며, 소급조정하면 1,228원이다.

*주5: PBR은 2025년 말 자기자본 284.8억원과 2026.09.01 종가 1,721원·발행주식수 29,372,232주로 산출했다. 분자와 분모의 시점이 다르다. **2023·2024년 PBR은 각 연말 종가 기준으로 §D7에 별도 표기했다.***

*주6: 적자 구간의 PER은 N/A로 표기한다. **2023 → 2024 매출 증가율 +461%는 매출원가율 90.5%짜리 저마진 매출이 만든 수치이므로 성장률로 인용하지 않는다**(본문 3장 참조).*

주7: 금액은 원 단위 원자료를 억원으로 환산(÷100,000,000)한 값이며 소수 1자리에서 반올림했다. 정합성 검증은 `assets/validate.py`로 수행했으며 PASS 34 · WARN 2 · FAIL 0이다.

본문

의료AI로 상장했지만, 매출의 90%는 산업AI였다

> **마진노트** — 2008년 설립·2021.08 기술특례 상장 별도재무제표만 제출 (종속기업 없음) 2025년 매출 90.1%가 산업AI

동사는 2008년 2월 15일 설립되어 인공지능 의료영상판독 솔루션의 개발과 플랫폼을 통한 판매를 주요 사업으로 영위해 온 기업으로, 2021년 8월 17일 한국거래소 코스닥시장에 기술성장기업 특례로 상장했다. 본사는 서울 구로구 디지털로33길 48 19층에 있으며, 제18기 사업보고서 기준 임직원은 182명, 주주 수는 32,231명이다. 동사는 종속기업과 지배기업이 모두 없어 **연결재무제표를 작성하지 않으며, 이 리포트의 모든 재무 수치는 별도 기준**이다.

동사의 사업부문은 세 갈래다. 의료 진단·판독 보조와 질병 조기진단 솔루션을 개발하는 **의료AI**, 딥러닝 기반 비전 검사 솔루션과 X-Ray 영상의 위해물품 자동판독 솔루션을 개발하는 **산업AI**, 그리고 맞춤형 인공지능 교육 서비스인 **DX**다. 2025년 매출 74.7억원의 구성은 산업AI 67.3억원(90.1%), 의료AI 7.4억원(9.9%), DX 0원이었다. **회사의 이름과 상장 근거는 의료AI이지만, 매출을 만들어 온 것은 공항 보안검색과 이차전지·디스플레이 불량검사였다.**

> **마진노트** — 최대 고객 1사가 매출의 44.1% 상위 4사 합계 72.0% DX 부문 매출은 3.8억 → 0

이 구조에는 두 가지 부담이 함께 있다. 첫째, **고객 집중도가 높다.** 제18기 주석 35에 따르면 매출액의 10% 이상을 차지하는 외부 고객은 4사이며, 최대 고객 1사가 33.0억원으로 매출의 44.1%, 상위 4사 합계가 53.8억원으로 72.0%를 차지한다. 전기에는 최대 고객 1사가 70.2억원으로 매출의 64.7%였다. 둘째, **부문 하나가 이미 소멸했다.** DX(AI교육) 부문 매출은 2024년 3.8억원에서 2025년 0원이 됐다. 노코드 AI 개발 플랫폼 DEEP:PHI를 기반으로 한 교육사업은 2022년 11월 누적 교육 인원 4,000명 돌파가 확인되는 마지막 공개 실적이며, 2025~2026년 정부 AI 교육사업 수주 실적은 확인되지 않았다.

따라서 동사에 대한 판단은 **"상장 근거였던 사업이 이제야 매출을 내기 시작했고, 매출을 떠받쳐 온 사업은 줄고 있다"**는 두 흐름이 교차하는 지점에서 출발해야 한다. 2025년 산업AI 매출은 99.9억원에서 67.3억원으로 −32.6% 감소했고, 같은 해 의료AI 매출은 4.8억원에서 7.4억원으로 **+54.4%** 늘었다. 절대 규모는 아직 비교가 되지 않지만, **방향은 처음으로 갈렸다.**

그림3. 딥노이드 (별도) 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 억원)

항목	2023	2024	2025
매출액	19.3	108.5	74.7
영업이익	-67.3	-101.0	-105.6

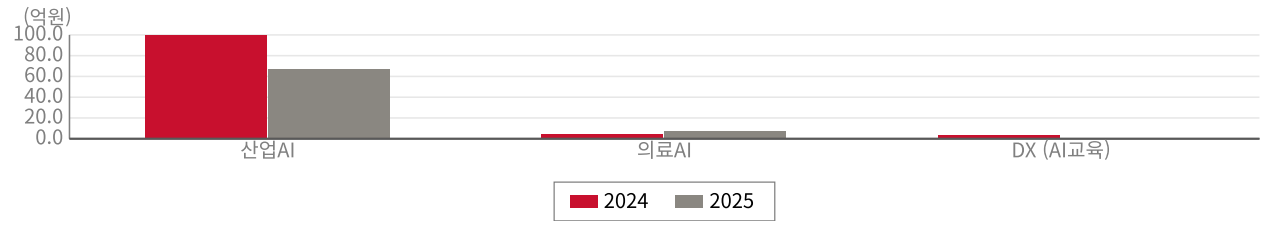
자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

그림4. 딥노이드 (별도) 부문별 매출 추이 (단위 : 백만원)

부문	주요 제품	2024	2025	증감
의료AI	DEEP:NEURO · DEEP:CHEST · DEEP:LUNG	478	738	+54.4%
산업AI	DEEP:SECURITY · DEEP:FACTORY	9,993	6,734	-32.6%
DX	AI교육 (DEEP:PHI)	377	0	-100.0%
합계		10,847	7,472	-31.1%

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

사업부문별 매출 — 2024 대 2025



자료: 대주회계법인 감사보고서(2026.03.23) 주석, R-Advisory by KONNECT

그림5. 딥노이드 주요 연혁

시기	사건
2008.02	㈜딥노이드 설립
2020	관세청 불법 복제품 판독 AI 시스템 공급
2021.08	코스닥시장 상장(기술성장기업 특례)
2021	한국공항공사·김포공항 보안검색 AI 자동판독 구축
2024.04	무상증자 1:1 (신주 11,210,634주)
2024.10	DEEP:NEURO 혁신의료기술 지정
2025.11	**M4CXR 혁신의료기기 지정 (첨단기술군 제119호 · 생성형 AI 최초)**
2025.12	유상증자 197.2억원 납입 (신주 6,835,444주)
2026.06	**M4CXR 식약처 3등급 의료기기 품목허가 (제허 26-18호)**
2026.08	AxonFlow 원격판독 플랫폼 인허가 · 공동창업자 잔여 지분 매각

자료: 전자공시 DART, 식품의약품안전처, 한국경제·라포르시안·머니투데이, R-Advisory by KONNECT

주: 2024.10 이후 항목 중 사업보고서 기준일(2025.12.31) 이후 발생분은 언론 보도로 확인한 것이며, 공시 원문을 대조하지 못했다.

M4CXR — 국내 첫 생성형 AI 3등급 의료기기

> **마진노트** — 2025.11 혁신의료기기 제119호 2026.06 식약처 3등급 품목허가 흉부 X선 41종 소견 · 판독 2.3초

동사가 지금 시장에서 다시 평가받을 근거는 **M4CXR** 하나에 집중돼 있다. M4CXR은 흉부 X선 영상을 생성형 AI로 분석해 정상 소견과 흉부 이상소견 41종에 대한 **예비 판독소견서 초안을 자동 생성**하는 소프트웨어 의료기기(SaMD)다. 동사는 2025년 11월 이 제품으로 **첨단기술군 제119호 혁신의료기기 지정**을 받았고, 이는 **생성형 AI 기반 의료기기로는 국내 최초**였다. 이어 2026년 6월 26일 식품의약품안전처로부터 **의료기기 3등급 품목허가**(제허 26-18호)를 획득했다.

M4CXR이 기존 영상판독 AI와 구분되는 지점은 **출력물의 형태**다. 기존 제품군이 병변 검출 결과를 확률값과 히트맵으로 제시하는 데 그쳤다면, M4CXR은 판독의가 작성해야 할 소견서 문장 자체를 생성한다. 판독 소요시간은 평균 2.3초이며, 다기관 후향적 확증임상에서 외래·응급·검진·입원 4개 임상 세팅과 연령·하위군 전반에 걸쳐 **영상의학과 전문의 판독 대비 비열등성을 입증**한 것으로 파악된다. 전문의 판독 일치율은 96.6%로 보도됐다.

> **마진노트** — 부산대·포항세명·화순전남대병원 공급 화순전남대는 복지부 지원사업 일환 계약금액은 전부 미공개

보고기간 후 사건 — 첫 상용 공급이 시작됐다. 동사는 2026년 상반기 부산대학교병원에 M4CXR을 공급했고, 8월 24일에는 포항세명기독병원에 **민간병원으로는 처음** 공급했다. 8월 31일에는 병상 약 700개 규모의 상급종합병원인 화순전남대학교병원에 공급했는데, 이는 보건복지부 「지역책임의료기관 AI 기반 의료체계 지원사업」의 일환이었다. 같은 달 원격판독 플랫폼 **AxonFlow**가 인허가를 받았고, 뇌 MRI 정량분석 솔루션 DEEP:NEURO BrainSeg가 출시됐다.

다만 **이 계약들 중 금액이 공개된 건은 하나도 없으며, 단일판매·공급계약 체결 공시로 접수된 건도 확인되지 않는다.** 코스닥 공시 의무는 최근 매출액 대비 일정 비율 이상일 때 발생하므로, 동사의 2025년 매출 74.7억원을 기준으로 보면 공시 의무를 발생시키지 않는 규모라는 뜻이다. 회사 측은 M4CXR 매출을 2026년 4분기부터 인식할 계획이라고 밝힌 것으로 파악되며, **2026년 상반기까지 의료AI 부문의 매출 기여는 사실상 없었다.**

그림6. M4CXR 인허가 경로

시점	단계	내용
2025.11	혁신의료기기 지정	첨단기술군 제119호 · 생성형 AI 최초
2026.06.26	품목허가	식약처 3등급 (제허 26-18호)
2026 상반기	첫 공급	부산대학교병원
2026.08.24	민간 첫 공급	포항세명기독병원
2026.08.31	공공 확산	화순전남대학교병원 (복지부 지원사업)
2026.4Q *(회사 계획)*	매출 인식 개시	계약금액 미공개

자료: 식품의약품안전처, 한국경제(2026.06.26)·라포르시안(2026.08.24)·머니투데이(2026.08.31), R-Advisory by KONNECT
주: 2026.4Q 매출 인식 개시는 회사 측 계획이며 확정 사실이 아니다.

숫자에서 이미 시작된 이동 — 매출총이익률 9.5% → 64.1%

마진노트 — 매출은 −31.1%, 매출총이익은 +364% 매출원가율 90.5% → 35.9% 저마진 매출이 빠진 자리

동사의 2025년 손익에서 가장 중요한 사실은 매출이 아니라 **매출총이익**이다. 매출액은 108.5억원에서 74.7억원으로 −31.1% 줄었지만, 매출총이익은 10.3억원에서 47.9억원으로 **4.6배** 늘었다. 매출원가율이 90.5%에서 35.9%로 내려간 결과이며, 매출총이익률로는 **9.5% → 64.1%**다.

이 반전의 원인은 2024년 매출의 성격에 있다. 2024년 매출 108.5억원에 대응한 매출원가는 98.1억원이었고, 주석 27 「비용의 성격별 분류」는 그 해 재고자산 매입액을 79.9억원으로 기재하면서 **"인공지능 의료영상판독솔루션 및 산업AI 솔루션 통합구축 시 소프트웨어와 함께 납품하는 하드웨어와 관련한 재고자산 매입액"**이라고 설명한다. 즉 2024년의 외형은 **하드웨어를 끼워 납품하며 만들어진 저마진 매출**이었고, 2025년에 그 매출이 빠지면서 외형은 줄고 마진율은 올라간 것이다. 2025년 재고자산 매입액은 18.0억원으로 −77.5% 감소했다.

마진노트 — 판관비는 오히려 +37.9% 급여 43.2억 → 73.6억 매출총이익이 판관비의 31%만 커버

다만 마진 개선이 손익 개선으로 이어지지는 않았다. 판매비와관리비는 111.3억원에서 153.5억원으로 **+37.9%** 늘었고, 그 결과 영업손실은 −101.0억원에서 −105.6억원으로 확대됐다. 판관비 증가의 주된 항목은 급여(43.2억 → 73.6억, +70.4%)와 퇴직급여(7.5억 → 12.2억), 지급수수료(10.1억 → 16.1억), 광고선전비(2.0억 → 4.7억)였다. 반면 경상연구개발비는 23.6억원에서 18.4억원으로 −22.0% 줄었다. **매출총이익 47.9억원은 판관비 153.5억원의 31.2%밖에 덮지 못한다.**

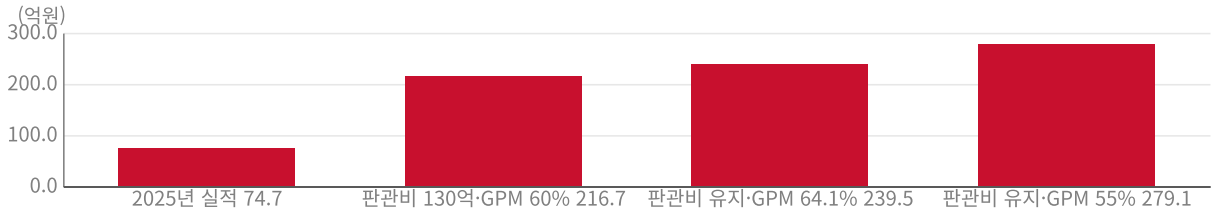
이 구조를 손익분기점 관점으로 환산하면 다음과 같다. 현재 판관비 153.5억원을 그대로 두고 2025년 매출총이익률 64.1%가 유지된다고 가정하면, **영업 손익분기에 필요한 매출은 239.5억원**으로 2025년 매출의 **3.2배**다. 판관비를 130억원으로 15% 줄이고 매출총이익률을 60%로 잡아도 필요 매출은 216.7억원이다. **믹스 개선만으로는 흑자에 도달하지 않으며, 매출의 절대 규모가 세 배 수준으로 커져야 한다는 점을 이 리포트는 완화하지 않고 적는다.**

그림7. 딥노이드 (별도) 수익성 구조 추이 (단위 : 억원, %)

항목	2023	2024	2025
매출액	19.3	108.5	74.7
매출원가	11.2	98.1	26.8
매출총이익	8.1	10.3	**47.9**
매출총이익률 (%)	41.9	9.5	**64.1**
판매비와관리비	75.4	111.3	153.5
판관비율 (%)	389.9	102.6	205.4
영업이익	-67.3	-101.0	-105.6

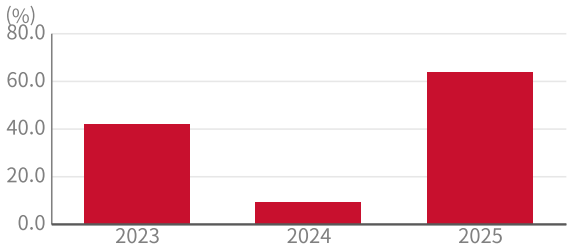
자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

손익분기 도달에 필요한 매출



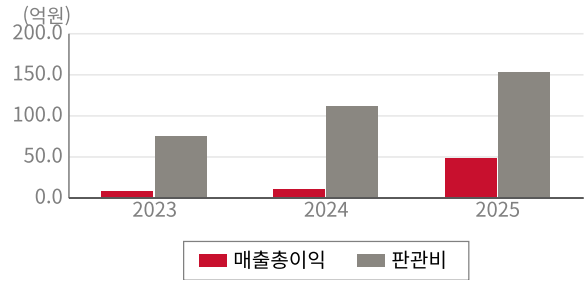
자료: 제18기 손익계산서, R-Advisory by KONNECT

매출총이익률 추이



자료: 전자공시 DART (제18기 별도), R-Advisory by KONNECT

매출총이익 대 판매비와관리비



자료: 전자공시 DART (제18기 별도), R-Advisory by KONNECT

그림8. 딥노이드 의료AI 밸류체인 — 판독 보조에서 소견서 생성으로

단계	기존 영상AI (DEEP:NEURO · DEEP:CHEST)	생성형 AI (M4CXR · AxonFlow)
입력	단일 모달리티 영상	흉부 X선 영상
처리	병변 검출 · 확률값 산출	41종 소견 판독 · 문장 생성
출력	히트맵 + 검출 확률	**예비 판독소견서 초안**
판독의 역할	결과 해석 후 소견서 직접 작성	생성된 초안 검토·수정
과금 구조	검사 건당 (비급여 중심)	검사 건당 (비급여 중심)
병원 도입 유인	진단 정확도 보조	**판독 인력 시간 절감**

자료: R-Advisory by KONNECT

주: 과금 구조는 국내 의료AI 업계의 일반적 관행을 정리한 것이며, 동사 제품의 실제 계약 조건은 공개되지 않았다.

제도가 문을 열었다 — 490일에서 80일로

마진노트 — 2026.01.26 시장 즉시진입 의료기술 시행 SaMD 113개 품목 대상 최장 490일 → 최단 80일

동사의 전환이 지금 시점에 놓인 이유는 제도가 먼저 바뀌었기 때문이다. 보건복지부와 식품의약품안전처는 **2026년 1월 26일부터 「시장 즉시진입 의료기술」 제도를 시행**했다. 혁신적 의료기기가 신의료기술평가를 거치지 않고 시장에 진입할 수 있게 한 제도로, 대상은 199개 품목이며 그중 **디지털의료기기(SaMD·AI 포함)가 113개**다. 소요 기간은 최장 490일에서 **최단 80일**로 단축됐다. 심사평가원에 기존기술 여부를 확인해 기존기술이 아니면 복지부 장관 고시로 즉시 사용할 수 있고, 필요 시 장관 직권으로 신의료기술평가와 급여 여부를 결정한다.

제도 인프라 전반이 같은 방향으로 정비됐다. **식품의약품안전처 집계(2026.04.30 보도)에 따르면** AI 기반 의료기기 허가·인증은 2025년 **153건으로 전년 대비 +41.6%** 늘었고, 국내 제조 비중이 77.7%(119건)였다. **같은 처의 집계(2026.01.29 보도)에서** 2025년 혁신의료기기 지정은 45개로 전년(29개)의 1.5배였으며 그중 AI 적용 제품이 25개였다. **한국보건의료연구원(NECA) 통합심사 성과 집계(2026.05.11 보도)에 따르면** 혁신의료기기 통합심사·평가 도입 이후 시장진입 기간은 390일에서 80일로, 평균 평가기간은 200일에서 65일로 줄었고, 현장 도입 규모는 4개 기술·48개 기관에서 **31개 기술·898개 의료기관**으로 확대됐다.

마진노트 — 복지부 AI 예산 930억 → 2,478억 정부 전체 AI 예산 3.3조 → 9.9조 인재양성 1.4조

예산도 같은 방향이다. 보건복지부의 AI 관련 예산은 2025년 930억원에서 2026년 **2,478억원으로 +166.5%** 늘었다. 세부적으로는 의료AI 경쟁력 확보 1,714억원, 복지·의료 AI 응용제품 상용화 지원(신규) 500억원, 권역책임의료기관 AI 기반 진료시스템 142억원이 포함된다. 정부 전체 AI 예산은 2025년 본예산 3.3조원에서 2026년 **9.9조원**으로 약 3배가 됐고, 41개 부처가 741개 AI 사업을 추진한다. 이 가운데 인재양성 분야가 1.4조원이며, **보건복지부 2026년 예산안(2025.08.29 공개)에 따르면** 헬스AI·AI 인재양성 1,501억원과 의료AI 특화 대학원 과정 134억원이 별도로 편성됐다.

시장 자체의 성장률도 뒷받침된다. **삼정KPMG(Samjong INSIGHT 제89호, 2024.07)** 는 국내 AI 헬스케어 시장을 2023년 3억 7,700만 달러에서 2030년 66억 7,200만 달러로, **CAGR 50.8%(2023~2030)** 로 전망했다. 글로벌 의료AI 시장은 **Grand View Research·Precedence Research·MarketsandMarkets·Fortune Business Insights 4개 기관** 추정이 2026년 366억~560억 달러로 갈리며, **2026년을 기준연도로 2030년대 초반까지의** CAGR 전망도 35.0~44.0%로 편차가 크다. **다만 동사가 실제로 경쟁하는 시장은 이보다 훨씬 작다.** 의료영상 AI 세부 시장은 **Grand View Research·Mordor Intelligence 기준** 2026년 21.6억~25억 달러 규모로, 전체 의료AI 시장의 4~5%에 불과하다. 「의료AI 500억 달러」와 「영상AI 22억 달러」를 구분하지 않으면 시장 규모 논거가 과대해진다.

그림9. SaMD 시장진입 제도 변화

구분	종전	2026.01.26 이후
근거	신의료기술평가	시장 즉시진입 의료기술
소요기간	최장 490일	**최단 80일**
대상	개별 신청	199개 품목 *(SaMD 113 + 체외진단 83 + 로봇 3)*
절차	심평원 → 신의료기술평가 → 급여 결정	심평원 기존기술 확인 → 장관 고시로 즉시 사용
유효기간	2년+2년 (평가유예)	3년
진입 형태	급여 또는 비급여	**비급여 진입** (급여 등재 별도)

자료: 보건복지부·식품의약품안전처(2026.01.26), R-Advisory by KONNECT

SaMD 시장진입 소요기간



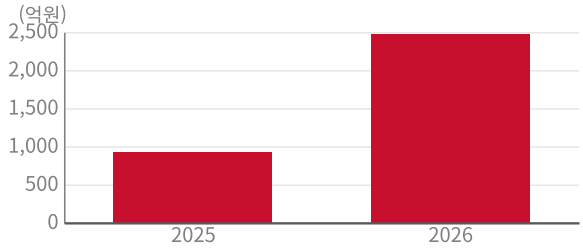
자료: 보건복지부·식품의약품안전처(2026.01.26), R-Advisory by KONNECT

그림10. 정부 AI·의료AI 예산 추이 (단위 : 억원)

항목	2025	2026	증감
보건복지부 AI 예산	930	2,478	+166.5%
├ 의료AI 경쟁력 확보	876	1,714	+95.7%
├ 복지·의료 AI 응용제품 상용화 *(신규)*	-	500	신규
└ 권역책임의료기관 AI 진료시스템	-	142	신규
정부 전체 AI 예산	33,000	99,000	+200.0%
└ 인재양성	-	14,000	-

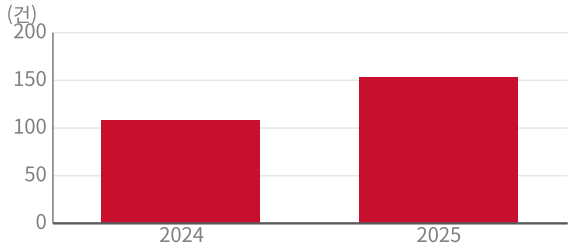
자료: 국회예산정책처(2026.01.22), 데일리메디(2025.11.05), R-Advisory by KONNECT

보건복지부 AI 예산



자료: 국회예산정책처(2026.01.22)·데일리메디(2025.11.05), R-Advisory by KONNECT

AI 기반 의료기기 허가·인증 건수



자료: 식품의약품안전처(2026.04.30 보도), R-Advisory by KONNECT

그러나 예산이 곧 매출은 아니다 — 경쟁 지형과 해자

> **마진노트** — AX-Sprint 6개 컨소시엄에 미포함 권역책임의료기관 142억은 타사 수주 예산 증액 ≠ 동사 매출

이 챕터는 앞 챕터의 논거를 스스로 제한한다. 정부 예산이 늘었다는 사실과 그 예산이 동사 매출이 된다는 주장 사이에는 큰 간격이 있고, 2026년에 그 간격을 보여주는 사례가 두 건 나왔다.

첫째, **복지분야 AX-Sprint**다. **산업통상부 발표(2026.03.18)에 따르면** 정부는 11개 부처 합동으로 246개 AI 응용제품 개발에 7,540억원을 지원하는 AX-Sprint 사업을 추진하며, **복지부 의료AI 부문에서 6개 컨소시엄이 선정된 것으로 보도됐다(2026.08.04).** 컨소시엄당 최대 약 19억원이며 임상실증·실사용 데이터 확보·신의료기술평가·보험등재까지 지원한다. **동사는 이 6개 컨소시엄에 포함되지 않았다.** 둘째, **권역책임의료기관 AI 기반 진료시스템 142억원 사업**의 공급사로는 다른 상장사가 선정돼 전국 17개 권역책임의료기관 중 6개 기관에 흉부 X선 AI를 공급하게 된 것으로 보도됐다(2026.06.18). **동사의 DEEP:CHEST·M4CXR과 정면으로 겹치는 영역이다.**

마진노트 — 급여 수가 310~2,920원 사실상 전 업체가 비급여 선택 병원 도입의 재원 구조가 약함

셋째, 더 구조적인 제약은 **수가**다. AI 혁신의료기술의 급여 행위료는 **2023년 10월 26일 건강보험정책심의위원회 의결 (2023.12.26 보도)** 기준으로 1군(병리) 2,920원, 2군(MRI·CT) 1,810원, 3군(내시경·초음파) 1,180원, 4군 310원 수준이며, 영상검사 비용의 10~30%에 그친다. 이 때문에 실제 등재 사례에서 업체들은 비급여(3,100~87,600원)를 선택해 왔다. **2026년 9월 현재까지 의료AI SaMD에 대한 독립적·지속적 급여 수가는 확인되지 않는다.** 진입 규제는 빨라졌지만 병원이 AI를 계속 쓸 재원 구조는 아직 만들어지지 않았다는 뜻이며, 정부 예산 사업이 종료되면 구독 유지가 담보되지 않는다.

다만 이 제약은 동사만의 것이 아니라 국내 의료AI 산업 전체에 동일하게 걸린다. 이에 따라 동사가 경쟁에서 차지할 자리는 수가가 아니라 **제품의 차별성과 이미 확보한 레퍼런스**에서 찾아야 한다. 동사의 자산은 다음과 같이 정리된다.

그림11. 딥노이드 보유 자산 인벤토리

구분	내용	확인 시점
규제 자격	생성형 AI 의료기기 **국내 첫** 혁신의료기기 지정(제119호)	2025.11
규제 자격	M4CXR 식약처 3등급 품목허가 (제허 26-18호)	2026.06
규제 자격	DEEP:NEURO 혁신의료기술 지정	2024.10
특허	국내외 특허 85건 · 상표권 22건	2023.08
특허	대규모 언어모델 멀티태스킹 의료영상 판독 장치·방법 등록	2026.07
인허가	식약처 의료기기 인허가 누적 22건	2023.08
레퍼런스 (의료)	DEEP:NEURO 상급종합병원 17개 설치	2025.10
레퍼런스 (의료)	M4CXR 부산대·포항세명·화순전남대병원	2026
레퍼런스 (공공)	관세청 불법 복제품 판독 AI · 한국공항공사 김포공항 보안검색 AI	2020~2021
계약망	글로벌 보안검색 장비사와 국내 총판 계약	확인 시점 미상
업력	설립 18년차 · 상장 5년차	2026

자료: 전자공시 DART, 식품의약품안전처, 언론 보도, R-Advisory by KONNECT

주: 특허 85건·인허가 22건은 2023년 8월 시점의 공개 수치이며, 2025~2026년 갱신 누적치는 확인되지 않아 그대로 표기했다. 총판 계약의 체결 시점과 금액은 공개되지 않았다.

그림12. 국내 상장 의료AI 5사 사업모델 비교

구분	M-A사	M-B사	M-C사	딥노이드	M-D사
2025 매출	831억	348억	33.6억	74.7억	41.4억
2025 영업손익	-831억	-49억	-132억	-105.6억	-107억
해외매출 비중	92%	낮음	낮음	미확인	61.9% *(1H26)*
국내 수가 의존도	거의 없음	매우 높음	높음	낮음	낮음
주 수익원	글로벌 제약사 협업	국내 비급여 단일제품	국내 비급여 + 미·일 확장	산업AI·보안검색	해외 SaaS 구독
PSR (2025 매출 기준)	7.7배	2.2배	38.9배	6.8배	11.0배

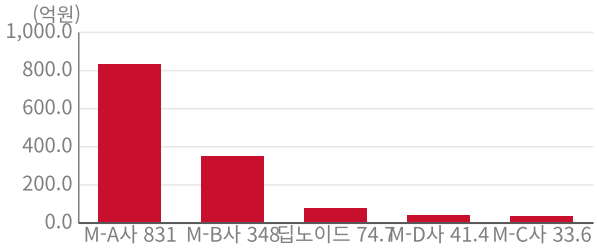
자료: 각 사 공시·보도자료, R-Advisory by KONNECT

*주1: 경쟁사는 M-A사~M-D사로 익명 처리했다. **이 익명 라벨은 이 표에만 적용되며 §D3 Peer 표의 P-A사~P-E사와는 서로 다른 기업이다.** 시가총액·주가 기준일은 2026.08.26~09.03으로 회사마다 다르며, PSR은 각 사 2025년 매출 대비 시가총액이다.*

*주2: 동사의 국내 수가 의존도가 낮은 것은 해외매출이 커서가 아니라 **의료AI 매출 자체가 작기 때문**이다. M-A사의 낮은 의존도와는 의미가 반대이므로 같은 신호로 읽어서는 안 된다.*

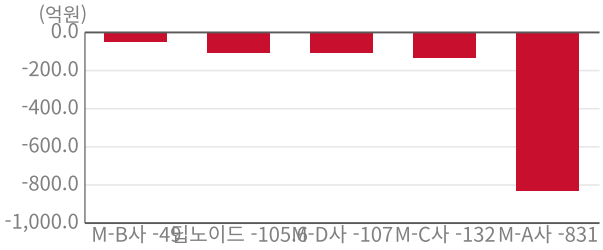
주3: 이 표는 사업모델 구조를 대조하기 위한 것이며 우열 판정이 아니다.

국내 상장 의료AI 5사 — 2025년 매출



자료: 각 사 공시·보도자료, R-Advisory by KONNECT

국내 상장 의료AI 5사 — 2025년 영업손익



자료: 각 사 공시·보도자료, R-Advisory by KONNECT

다만 동사가 경쟁사 대비 앞서 있다고 말할 수 있는 축은 현재로서는 「생성형 AI 소견서 생성」이라는 제품 형태 하나뿐이며, 매출 규모·해외 진출·급여 등재 트랙 어느 축에서도 상위에 있지 않다. 이에 따라 동사의 전환이 성립하려면 M4CXR이 **레퍼런스 확산 속도로 규모 열위를 상쇄**해야 하고, 그 확산이 2026년 4분기부터 실제 매출로 확인되는지가 첫 번째 검증 지점이 된다.

재원과 시간 — 순현금 118~168억원, 그리고 활주로

마진노트 — 현금성자산 187.8억 (광의 237.8억) 총차입금 69.6억 · 전환사채 0건 순현금 118~168억 = 시총의 23~33%

동사가 전환에 쓸 수 있는 시간은 재무구조가 결정한다. 2025년 말 현금및현금성자산은 92.7억원, 단기금융상품 95.0억원으로 협의의 현금성자산은 **187.8억원**이며, 여기에 당기손익-공정가치측정금융자산(유동) 50.1억원을 더한 광의 기준은 **237.8억원**이다. 반대편의 총차입금은 장기차입금 66.6억원과 리스부채 3.0억원을 합쳐 **69.6억원**이고, 1년 내 만기가 도래하는 차입은 유동리스부채 1.3억원뿐이다. 단기차입금 4.9억원은 2025년 중 전액 상환됐다. 따라서 **순현금은 협의 118.2억원, 광의 168.3억원**으로, 2026년 9월 1일 종가 기준 시가총액 505.5억원의 **23.3~33.3%**에 해당한다.

전환사채·신주인수권부사채 잔액은 0건이며, 잔여 주식선택권은 43,052주(행사가 3,500원 32,000주 · 9,048원 11,052주)로 발행주식수의 0.15%에 그친다. **오버행이 사실상 없다는 점은 이 회사의 몇 안 되는 구조적 장점이다.** 우발상황도 제한적이어서, 제18기 주석 33에 기재된 것은 서울보증보험의 이행하자·이행지급 보험 21.8억원(한도=잔액)이 전부이고 소송이나 담보 제공은 없다. 다만 대표이사로부터 8.9억원의 연대보증을 제공받고 있다.

마진노트 — 월 소진 5.3~10.0억 활주로 18.7~39.4개월 규정이 현금보다 먼저 온다

그러나 이 현금은 영업이 만든 것이 아니다. 2023~2025년 3개년 누적 영업활동현금흐름은 −250.3억원, 누적 잉여현금흐름(FCF)은 −360.8억원이며, 같은 기간 재무활동으로 조달한 금액은 +506.7억원이다. **3년간 태운 현금 361억원을 전액 외부 조달로 메웠다.** 2025년 자본총계가 190.4억원에서 284.8억원으로 늘어난 것도 순손실 −107.5억원을 유상증자 197.2억원이 덮은 결과다.

소진 속도로 환산하면 2025년 FCF 기준 월 6.03억원이며, 활주로는 **협의 현금성자산 187.8억원 기준 31.1개월, 광의 237.8억원 기준 39.4개월**이다. 3개년 평균 FCF(−120.3억원, 월 10.0억원)로 환산하면 **각각 18.7개월·23.7개월**로 짧아진다. 다만 **활주로보다 상장규정이 먼저 도달한다** — 상세는 다음 챕터에서 다룬다. 영업손실이 −67.3억 → −101.0억 → −105.6억으로 매년 커지고 있고 판관비가 매출이 줄어든 해에도 +37.9% 늘었다는 점을 감안하면, 위 활주로는 **손실이 현 수준에서 더 늘지 않는다는 가정** 위에 서 있다.

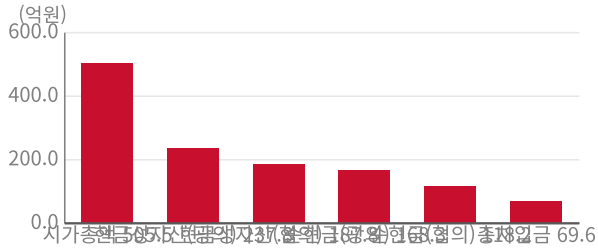
그림13. 딥노이드 현금흐름과 조달 구조 (단위 : 억원)

항목	2023	2024	2025	3개년 누적
영업활동현금흐름	-47.7	-139.0	-63.6	**-250.3**
유형자산 취득 (CAPEX)	8.0	93.7	8.8	110.5
잉여현금흐름 (FCF)	-55.7	-232.7	-72.4	**-360.8**
재무활동현금흐름	+238.8	+74.1	+193.8	**+506.7**
├ 주식 발행	225.9	-	197.2	423.1
├ 장기차입금 증가	-	66.6	-	66.6
├ 신주발행비 지급	-3.0	-0.5	-2.7	-6.2
└ 기타 (스톡옵션 행사·리스 상환·정부보조금 등)	+15.9	+8.0	-0.7	+23.2
현금및현금성자산 (기말, 재무상태표)	215.2	40.3	92.7	-

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

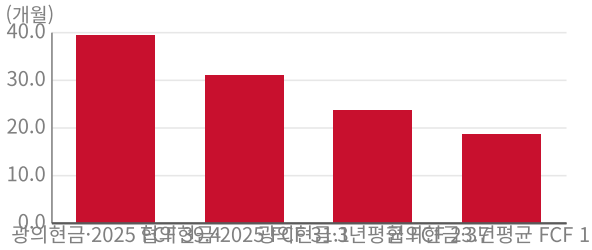
*주: FCF = 영업활동현금흐름 − 유형자산 취득. 3개년 모두 무배당이다. 재무활동 하위 4개 항목의 합은 총계와 일치하며, 항목 구분은 뒤의 요약 현금흐름표와 같다. **「기타」는 주식매수선택권 행사에서 리스부채 지급을 뺀 값이고, 정부보조금은 2023년에만 재무활동에 계상됐다**(수령 +0.89억 · 상환 −0.32억). 2024·2025년 감사보고서에서 정부보조금 수령은 투자활동에 있다.*

시가총액 대비 확인된 자산



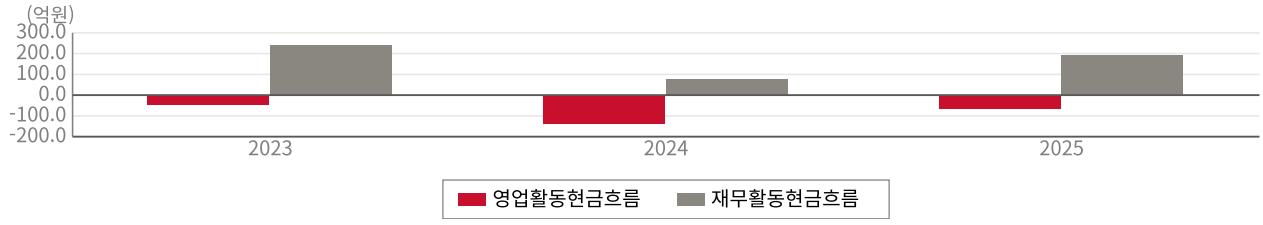
자료: 제18기 재무상태표, 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

잔여 활주로 — 산정 기준별



자료: 제18기 현금흐름표, R-Advisory by KONNECT

현금흐름 3개년 — 영업이 만든 적이 없다



자료: 전자공시 DART (제18기 별도), R-Advisory by KONNECT

밸류에이션. 현 시가총액 505.5억원은 2025년 매출 74.7억원 기준 **PSR 6.8배**다. 순현금을 차감한 사업가치는 **협의 기준 387.3억원(PSR 5.2배)·광의 기준 337.2억원(PSR 4.5배)** 으로 계산되나, **이 배수는 「그만큼 싸다」는 뜻이 아니라 현금을 뺀 나머지에 시장이 매긴 값이며, 영업이 그 현금을 3년간 361억원 태워 온 사실과 함께 놓아야 한다.** 적자 구간이므로 PER은 성립하지 않고, PBR 1.78배는 동일 KSIC 582 업종 중위 1.50배를 약 18% 상회한다. **M4CXR 매출이 2026년 4분기부터 실제로 인식되고 의료AI 부문이 산업AI 감소분을 메우는 흐름이 확인될 경우, 밸류에이션 논의의 축이 자산에서 실적으로 옮겨갈 수 있다.** 다만 그 확인 전까지 유일한 정량 앵커는 **주당순자산 970원**이며, 이는 현재 주가의 56.4% 수준이다.

리스크 요인

> **마진노트** — 매출액 요건 2026년부터 적용 법차손 요건 이미 적용 구간 상장규정이 현금보다 먼저 온다

동사의 리스크는 사업 리스크가 아니라 **상장규정 리스크가 먼저 온다.** 아래 여섯 항목은 방어 논거를 붙이지 않고 그대로 적는다.

① 매출액 요건 — 2026 사업연도부터 처음 적용된다

동사는 2021년 8월 17일 기술성장기업 특례로 상장했고, 코스닥 매출액 요건(관리종목 지정)은 상장 후 5개 사업연도가 유예된다. 따라서 **2021~2025년이 유예 대상이었고, 2026 사업연도 실적부터 매출액 30억원 기준이 처음 적용되어 2027년 초에 판정된다.** 2025년 매출 74.7억원은 기준선을 44.7억원 웃돌아 **매출이 59.9% 줄어들 때까지는 저촉되지 않는다.** 다만 이 매출은 **상위 2개 고객이 58.9%(44.0억원)를 차지하는 구조**다. 상위 2사가 이탈하면 잔여 매출은 30.7억원으로 기준선을 0.7억원 웃도는 데 그친다. 여기에 DX 부문이 이미 3.8억원에서 0원으로 소멸했고 산업AI가 −32.6% 역성장 중이라는 추세가 겹친다. 매출액 기준은 2027년 이후 단계적으로 100억원까지 상향된다.

② 법인세비용차감전계속사업손실 요건 — 이미 적용 구간이며, 2025년 통과는 증자의 결과다

법차손 요건(최근 3사업연도 중 2회 이상, 각각 자기자본의 50%를 초과하는 법차손이 10억원 이상)은 상장 후 3개 사업연도 유예이므로 **2024 사업연도부터 이미 적용 중**이다. 당해 사업연도말 자기자본 기준으로 2024년 47.67%, 2025년 37.74%여서 현재 저촉은 0회다. **그러나 2024년은 확정 실적 기준으로 기준선까지 2.3%p, 금액으로 4.4억원 차이였다**(2024년 말 자기자본 190.41억원의 50%인 95.2억원 대비. 이 여유는 결산이 끝난 해를 사후에 잰 값이고, 아래 2026년 임계는 아직 확정되지 않은 자기자본을 손실이 그대로 줄인다고 가정해 푼 값이어서 산출 방식이 다르다). 그리고 2025년 37.74%는 유상증자 197.2억원이 분모를 키운 결과이며, **증자가 없었다면 122.7%로 기준선을 72.7%p 초과했을 값**이다. 직전 사업연도말 자기자본을 기준으로 삼는 대안 해석에서는 2025년이 이미 56.4%로 초과이고, 그 해석에서 2026년 임계는 **142.4억원**이 된다. 당해 기준으로 추가 증자 없이 2026년 법차손이 **94.9억원**을 넘으면 2026년이 **1회째**이며, 2025년 실제 법차손 107.5억원은 이미 이 임계선을 12.6억원 초과한다. **손실 축소 없이 2년이 지나면 「3사업연도 중 2회」 요건이 성립한다.**

③ 현금 소진과 자본시장 접근성 의존

3개년 누적 FCF −360.8억원을 전액 외부 조달로 메워 왔으며, 활주로는 **현금 정의와 소진 속도 가정에 따라 18.7~39.4개월**이다. **이 회사의 유동성은 자체 현금창출이 아니라 자본시장 접근성에 의존하고 있으며**, 그 접근성은 주가와 시장 여건에 좌우된다. 2025년 유상증자는 당초 목표 270억원 대비 발행가가 3,950원에서 2,885원으로 27% 하향 확정되면서 조달액이 197.2억원에 그쳤다. 주가는 2025년 12월 30일 3,245원에서 2026년 9월 1일 1,721원으로 9개월 만에 −47.0% 하락했고, **같은 조건의 재조달은 더 어려워진 상태**다.

④ 고객 집중과 매출의 실체

2025년 최대 고객 1사가 매출의 44.1%, 상위 4사가 72.0%를 차지한다. 매출채권 회수기간(DSO)은 2023년 128.0일에서 2024년 63.8일, 2025년 **3.8일**로 붕괴했고, 매출채권 잔액은 18.97억원에서 0.77억원으로 −95.9% 줄었다. 같은 기간 계약자산은 19.4억원에서 6.5억원으로(−66.6%), 계약부채는 11.8억원에서 4.6억원으로(−61.2%) 동시에 급감했다. **매출채권 감소만 보면 회수가 빨라진 것으로 읽히지만, 계약자산·계약부채가 함께 줄었다는 것은 수익인식 대상 계약 자체가 축소되고 있다는 신호**로 해석된다. 감사인이 핵심감사사항으로 지목한 항목도 「수익인식」이다.

⑤ 회계 품질 플래그

`financial-benchmark-review` 기준으로 실질 6개 플래그가 탐지됐다.

(i) 금융비용과 현금이자 지급액의 괴리가 3개년 연속 2배를 초과했다(2025년 7.85억원 vs 2.35억원, 갭 5.50억원). 전환사채가 없으므로 리픽싱 파생손실은 배제되며 잔여 후보는 FVPL 금융부채 평가손실·리스이자·순확정급여부채 이자원가다.

(ii) 매출이 −31.1% 줄고 산업AI가 −32.6% 역성장한 해에 **유형자산 손상차손 인식이 0원**이었다. 2024년 취득한 93.7억원(자산총계의 29.3%)의 회수가능액 산정 근거 확인이 필요하다.

(iii) 법인세비용이 3개년 연속 정확히 0원으로, 누적결손금 745.3억원에도 **이연법인세자산을 전혀 인식하지 않았다.** 미래 과세소득 실현가능성을 회사와 감사인이 부인했다는 뜻이다.

(iv) 2024년 매출원가율 90.5%는 소프트웨어 개발·공급업에서 자체 개발 매출로 설명되지 않는 수준이며, 하드웨어 전매를 총액으로 인식했을 가능성이 있다.

(v) 매출이 −31.1% 줄어든 해에 판관비가 +37.9% 늘었다.

(vi) 위 (iv)는 감사인의 핵심감사사항과 직접 맞물린다. **감사의견은 적정이며 계속기업 관련 강조사항은 없다.**

⑥ 지배구조

공동창업자 김태규 前 전무가 2026년 6월부터 8월까지 세 차례에 걸쳐 지분을 매각해 이탈한 것으로 보도됐다. 2025년 12월 31일 기준 최대주주 최우식 대표이사의 단독 지분은 **13.46%**이며, 유상증자로 최대주주 및 특수관계인 합계 지분율이 약 30.74%에서 24.30%로 희석된 것으로 보도됐다. **경영권 안정 기준으로 통용되는 30%를 밑도는 수준**이다. 아울러 2025년 유상증자 당시 최대주주가 배정물량의 10%만 청약했고 그마저 신주인수권증서 매각대금으로 납입했다는 지적이 있었다. 2026년 6월 5일 임시주주총회가 개최됐으나 안건 내용은 확인되지 않았다.

주식 발행 이력에 따른 지분 희석

그림14. 딥노이드 주식수 타임라인

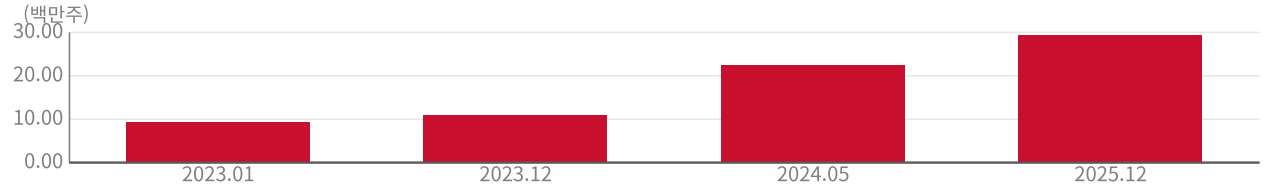
시점	발행주식수	자본금	원인
2023.01	9,317,134	46.6억	-
2023.12.31	11,062,134	55.3억	주식매수선택권 행사 (2023.11~)
2024.02	11,210,634	56.1억	주식매수선택권 행사 148,500주
2024.05.03	22,421,268	112.1억	**무상증자 1:1** (11,210,634주)
2025.08	22,536,788	112.7억	전환상환우선주 전환 94,520주 + 주식선택권 21,000주
2025.12.30	**29,372,232**	146.9억	**유상증자 6,835,444주** (+30.3%)
2026.09.03 *(발간일)*	29,372,232	146.9억	변동 없음 · 전환사채 0건

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

*주1: 발행주식수는 2023년 초 대비 **3.15배**, 2023년 말 대비 **2.66배**가 됐다. 희석은 전부 무상증자·유상증자에서 왔으며 **전환사채는 0건**이다. 이 리포트의 주당지표는 각 시점의 주식수를 명시해 산출했고, 연도 간 직접 비교가 불가능한 항목에는 개별 각주를 달았다.*

주2: 2023.01·2023.12.31 자본금은 액면가 500원 × 발행주식수로 산출했다.

발행주식수 추이



자료: 발행사 확인 (2026.09.01), R-Advisory by KONNECT

*동사는 종속기업이 없어 연결재무제표를 작성하지 않는다. 아래 4개 표는 모두 **별도 기준**이다.*

실적 및 재무제표 (별도)

12월 결산	2023	2024	2025
매출액	19.3	108.5	74.7
매출원가	11.2	98.1	26.8
매출총이익	**8.1**	**10.3**	**47.9**
매출총이익률 (%)	*41.9*	*9.5*	*64.1*
판매비와관리비	75.4	111.3	153.5
판관비율 (%)	*389.9*	*102.6*	*205.4*
영업이익	**-67.3**	**-101.0**	**-105.6**
영업이익률 (%)	*-348.0*	*-93.1*	*-141.3*
금융수익	3.7	11.8	5.0
금융비용	3.8	2.1	7.9
기타수익	0.1	0.5	2.0
기타비용	0.0	0.0	1.1
법인세차감전순손익	**-67.4**	**-90.8**	**-107.5**
법인세비용	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**-67.4**	**-90.8**	**-107.5**
순이익률 (%)	*-348.5*	*-83.7*	*-143.8*
기타포괄손익	-0.6	-0.7	0.7
총포괄손익	**-68.0**	**-91.5**	**-106.8**

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

12월 결산	2023	2024	2025
현금및현금성자산	215.2	40.3	92.7
단기금융상품	80.0	82.6	95.0
매출채권 및 기타채권	6.8	23.3	7.1
당기손익-공정가치측정금융자산 (유동)	-	-	50.1
기타유동금융자산	1.1	2.6	1.7
기타유동자산	13.2	45.0	29.8
유동자산	**316.3**	**193.9**	**276.5**
유형자산	12.3	97.1	94.3
사용권자산	3.7	3.0	3.1
무형자산	0.9	0.8	0.6
당기손익-공정가치측정금융자산 (비유동)	7.5	19.1	22.0
기타비유동금융자산	2.7	5.3	6.9
기타비유동자산	0.7	0.5	1.0
비유동자산	**27.9**	**125.8**	**128.1**
자산총계	**344.2**	**319.7**	**404.5**
단기기타채무	13.2	12.1	12.0
단기차입금	4.2	4.9	0.0
당기손익-공정가치측정금융부채	7.4	2.4	0.0
유동성리스부채	1.6	1.4	1.3
기타유동부채	27.5	16.2	9.2
유동부채	**53.8**	**37.1**	**22.5**
장기차입금	0.0	66.6	66.6
비유동성리스부채	2.2	1.7	1.6
순확정급여부채	15.2	20.6	27.5
기타 비유동부채	1.3	3.3	1.5
비유동부채	**18.7**	**92.2**	**97.3**
부채총계	**72.5**	**129.3**	**119.7**
자본금	55.3	112.1	146.9
자본잉여금	741.3	704.0	870.7
기타자본	21.4	12.0	11.8
기타포괄손익누계액	0.8	0.1	0.8
결손금	-547.0	-637.8	-745.3
자본총계	**271.8**	**190.4**	**284.8**

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

주: 비지배지분은 존재하지 않는다(연결재무제표 미작성).

12월 결산	2023	2024	2025
영업활동현금흐름	**-47.7**	**-139.0**	**-63.6**
├ 영업에서 창출된 현금	-51.1	-144.8	-64.4
├ 이자 수취	3.8	6.9	2.6
├ 이자 지급	-0.2	-0.7	-2.4
└ 법인세 환급(납부)	-0.3	-0.4	0.6
투자활동현금흐름	**-57.4**	**-109.9**	**-77.8**
├ 유형자산 취득	-8.0	-93.7	-8.8
└ 금융상품·펀드 순증감 등	-49.4	-16.2	-69.0
재무활동현금흐름	**+238.8**	**+74.1**	**+193.8**
├ 주식의 발행	225.9	-	197.2
├ 장기차입금 증가	-	66.6	-
├ 신주발행비 지급	-3.0	-0.5	-2.7
└ 기타 (스톡옵션 행사·리스 상환·정부보조금 등)	+15.9	+8.0	-0.7
현금의 증감	**+133.7**	**-174.8**	**+52.4**
NOPLAT	**-67.3**	**-101.0**	**-105.6**
FCF	**-55.7**	**-232.7**	**-72.4**

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

주1: NOPLAT은 영업이익 × (1 − 유효법인세율)이며, 3개년 모두 법인세 비용이 0원이어서 영업이익과 같다.

주2: FCF = 영업활동현금흐름 − 유형자산 취득. 3개년 모두 무배당이다. 재무활동 「기타」의 구성은 그림13 주를 참조한다.

주3: CFO + CFI + CFF와 현금의 증감은 3개년 모두 일치한다(2025년 환율변동효과 −0.0007억원 제외). 투자·재무활동의 하위 항목 합은 각 소계와 일치한다.

주4: 기말 현금및현금성자산 잔액은 재무상태표를 참조한다.

12월 결산	2023	2024	2025
[주당지표]			
EPS (원)	-350	-405	-472
PER (배)	N/A	N/A	N/A
BPS (원)	2,457	849	970
PBR (배)	-	-	1.78
SPS (원)	175	484	254
PSR (배)	-	-	6.8
DPS (원)	0	0	0
성장성 (%, YoY)			
매출액 증가율	-	461.4	-31.1
영업이익 증가율	적지	적지	적지
순이익 증가율	적지	적지	적지
EPS 증가율	적지	적지	적지
수익성 (%)			
매출총이익률	41.9	9.5	64.1
영업이익률	-348.0	-93.1	-141.3
ROA	-19.6	-28.4	-26.6
ROE	-24.79	-47.67	-37.74
안정성 (%)			
유동비율	587.9	523.0	1,229.2
부채비율	26.7	67.9	42.0
차입금의존도	2.3	23.3	17.2
이자보상배율 (배)	산출불가	산출불가	산출불가

자료: 전자공시 DART, R-Advisory by KONNECT

주1: 금액은 원 단위 원자료를 억원으로 환산(÷100,000,000)한 값이며 소수 1자리에서 반올림했다. 표 내 합계가 ±0.1억원 어긋나는 경우가 있다.

*주2: **2024년 매출액 증가율 +461.4%는 매출원가율 90.5%의 하드웨어 동반 납품 매출이 만든 수치**이므로 성장률 논거로 인용하지 않는다(본문 3장). 2025년 −31.1%도 같은 매출이 빠진 결과이므로 두 해의 증감률을 추세로 읽어서는 안 된다.*

*주3: EPS는 사업보고서 공시치(가중평균 유통주식수 기준)다. BPS·SPS는 각 회계연도 말 발행주식수(11,062,134주 · 22,421,268주 · 29,372,232주)로 산출했다. **2024년 1:1 무상증자로 2023년 값과 2024년 이후 값은 직접 비교할 수 없다.** PBR·PSR은 2025년 열에만 표기했으며 분자는 2026.09.01 종가·시가총액, 분모는 2025년 말 자기자본·2025년 매출액이어서 **시점이 혼재한다.***

*주4: ROE는 **기말 자기자본 기준**(발행사 확인 데이터)이다. 평균 자기자본 기준으로는 2023년 −36.28%, 2024년 −39.28%, 2025년 −45.23%다. 2025년은 기중 유상증자 197.2억원으로 분모가 크게 변한 해이므로 두 기준의 차이가 7.5%p로 벌어진다.*

주5: ROA는 기말 자산총계 기준이다.

주6: 이자보상배율은 3개년 모두 영업손실이어서 산출하지 않았다. EBITDA 역시 감가상각비 분해 원자료를 확보하지 못했고 영업손실 규모상 양(+)으로 전환될 수준이 아니어서 산출하지 않았다.

주7: 정합성 검증은 `assets/validate.py`로 수행했으며 PASS 34 · WARN 2 · FAIL 0이다. WARN 2건은 (i) 보고서 기준일과 발간일의 주식수 변동, (ii) 2024년 매출 증가율 +461%이며 각각 주3·주2로 밝혔다.

기업가치 제고 진단

D1. 자본비용(COE)과 Equity Spread

> 원천: β 발행사 확인(2026.08.05) · Rf 국고채 3년물(연합인포맥스 → 매일경제, 2026.08.28) · ERP Damodaran 국가별 ERP(2026.01.05). **세 입력의 기준일이 다르다.**

```
COE = Rf + β × ERP
  Rf  : 3.788 %   (출처: 국고채 3년물 종가 · 연합인포맥스 → 매일경제 보도, 기준일 2026.08.28)
  β   : 0.5849    (출처: 발행사 확인, KSIC 2자리 중위 베타*, 기준일 2026.08.05)
  ERP : 4.870 %   (근거: Damodaran 국가별 ERP — 한국 총 ERP = 성숙시장 4.23% +
                   한국 국가위험프리미엄 0.64%, 자료 기준일 2026.01.05)
  → 동사 COE는 약 6.64%
```

** 산업 중위 베타는 KSIC 2자리 동종 175사의 개별 회귀 베타(일간 수익률 252거래일, 시장지수 대비)를 중위값으로 집계한 값이다. 소형주 특성상 개별 베타 대신 이 값을 적용했다. 개별 베타 0.9130을 넣으면 COE는 8.23%가 되고, KSIC 4자리 중위 0.5945로는 6.68%다. 어느 쪽을 써도 아래 판정은 바뀌지 않는다.*

*† **ERP는 관측치가 아니라 채택한 방법론의 결과다.** 두 가지를 밝혀 둔다. **첫째, 통화가 섞인다** — ERP는 미국 성숙시장 프리미엄에 국가위험프리미엄을 얹은 **달러 기준** 값이고 Rf는 **원화** 국고채다. 한·미 기대 인플레이션 차이만큼 COE가 한쪽으로 치우친다. **둘째, 세 입력의 기준일이 다르다** — ERP 2026.01.05 · Rf 2026.08.28 · β 2026.08.05로 최대 약 8개월 벌어져 있다.*

Equity Spread (ROE − COE)

연도	ROE	COE	Spread
2021	-64.40	6.64	-71.04
2022	-53.52	6.64	-60.16
2023	-24.79	6.64	-31.43
2024	-47.67	6.64	-54.31
2025	-37.74	6.64	-44.38

자료: 발행사 확인 (β 기준일 2026.08.05 · Rf 2026.08.28 · ERP 2026.01.05), R-Advisory by KONNECT. ROE는 기말 자기자본 기준. 단위 %, Spread는 %p

*주: **교차점은 5개 사업연도 어디에도 없다.** COE는 현재 시점 입력값(Rf·β·ERP)으로 산출한 단일 추정치이며 연도별 자본비용을 각각 재추정한 값이 아니다. 과거 연도의 Spread는 「그때의 자본비용 대비」가 아니라 「현재 기준 자본비용선 대비 그때의 ROE」로 읽어야 한다.*

*주: **ERP 감도** — ERP를 5·6·7·8%로 흔들면 COE는 6.71 · 7.30 · 7.88 · 8.47%로 움직인다. 그래도 **Spread 부호는 어느 가정에서도 바뀌지 않는다.** ROE가 5개 사업연도 모두 음(−)이기 때문이며, ERP를 0으로 놓아도 COE는 Rf 3.788%로 남아 같다.*

2025년 Spread를 0으로 올리는 데 필요한 거리는 44.38%p다. 자본비용을 낮추는 어떤 조치로도 닿지 않는 거리다 — ERP를 0으로 놓아도 COE는 Rf 3.788%로 남는다.

부호를 정하는 것은 순이익률 하나다. ROE = 순이익률 × 자산회전율 × 재무레버리지에서 뒤의 두 요소는 **동사의 5개 사업연도에서 모두** 양(+)이었으므로, **순이익률이 음(−)인 한 ROE는 음(−)이고 Spread도 음(−)이다. 부호가 양(+)으로 바뀌는 경로는 순이익률의 부호 전환뿐이다.** 자기자본이 음(−)이 되면 재무레버리지가 음(−)이 되어 이 관계는 깨지며, 그 감시는 §리스크 요인과 D8에 있다.

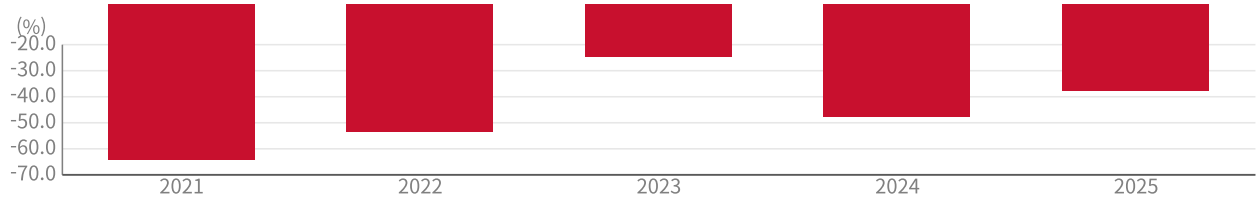
다만 이는 **필요조건**이자 **부호**에 대한 진술이다 — Spread가 양(+)이 되려면 순이익률 부호 전환에 더해 **ROE가 COE 6.64%를 넘어야** 하고, **거리**는 또 다른 문제다. 실제로 2024→2025년 순이익률은 −83.69%에서 −143.84%로 악화했는데도 Spread는 −54.31에서 −44.38%p로 좁혀졌다. 그 축소는 사업이 아니라 분모(자기자본)가 커진 결과이며, D2가 같은 사실을 다룬다.

확보된 사실 — 베타

구분	β	corr	R^2	표본
개별 (COE 사용 금지)	0.9130	0.6315	0.3988	252일
KSIC 2자리 중위 (채택 기준)	**0.5849**	-	-	**175사**
KSIC 4자리 중위	0.5945	0.4734	0.2242	58사

자료: 발행사 확인 (기준일 2026.08.05), R-Advisory by KONNECT

ROE 추이 (기말 자기자본 기준)



자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

거래 유동성과 함께 읽어야 한다. 동사의 3개월 일평균 거래대금은 4.79억원(중위 2.35억원, 63거래일)으로 시장 전체 하위 53.6% 구간이며 중앙값을 밑돈다. 거래가 극단적으로 얇은 종목에서 나타나는 회귀 베타의 하향 눌림이 동사에 크게 작용했다고 보기는 어려우며, 실제로 개별 베타 0.9130은 산업 중위 0.5849를 상회한다. **다만 결정계수(R^2)가 0.3988로 주가 변동의 약 60%가 시장으로 설명되지 않으므로, 이 값은 「시장 민감도가 높다」가 아니라 「시장과 무관하게 더 크게 움직인다」로 읽어야 한다.** 규격상 COE에는 개별 베타가 아니라 산업 중위 베타를 쓴다.

> **이 판정은 COE 가정에 의존하지 않는다.** ROE가 2021~2025년 5개 사업연도 모두 음(−)이므로, **Equity Spread는 어떤 COE 가정에서도 음(−)이다.** 위 표의 COE 6.64%는 부호가 아니라 **거리**를 정하는 값이다.

D2. ROE 3분해

```
2025년 ROE = 순이익률 (-143.84%) [개선고려]
           × 자산회전율 ( 18.47%) [개선고려]
           × 재무레버리지 (142.05%) [유지]
           = -37.74%
```

요소	2024	2025	처방
순이익률 (%)	-83.69	-143.84	개선고려
자산회전율 (%)	33.93	18.47	개선고려
재무레버리지 (%)	167.92	142.05	유지
ROE (기말, %)	**-47.67**	**-37.74**	-

ROE를 끌어내린 것은 순이익률과 자산회전율 두 요소다. 순이익률은 −83.69%에서 −143.84%로 벌어졌고, **자산회전율은 33.93%에서 18.47%로 낮아졌는데, 분자인 매출이 −31.1% 줄어드는 동안 분모인 기말자산이 유상증자 유입으로 319.7억원에서 404.5억원으로 늘었기 때문**이다. 재무레버리지는 167.92%에서 142.05%로 **내려갔다** — 증자로 자기자본이 커져 자산 대비 배수가 낮아진 것이며 차입을 줄여서가 아니다. **적자 기업에서 레버리지 하락은 ROE를 덜 음(−)으로 보이게 하는 방향이므로, 2025년 ROE가 −47.67%에서 −37.74%로 「덜 나빠져 보이는」 것은 사업이 아니라 이 분모 효과가 만든 결과다.** 즉 **병목은 레버리지가 아니라 매출이며, 증자로 자산이 커질수록 자산회전율은 더 낮아진다** — 레버리지 처방을 「유지」로 둔 이유가 여기에 있다. 순이익률 −143.84%는 매출총이익 47.9억원이 판관비 153.5억원을 감당하지 못한 결과다.

*주: 자산회전율 = 매출액 ÷ **기말**자산, 재무레버리지 = **기말**자산 ÷ **기말** 자기자본. 합본수치 규격에 따라 이 문서의 ROE는 전부 **기말 자기자본 기준**으로 고정했다. **3요소의 곱은 정밀값 기준으로 기말 ROE와 일치한다** — 2024년 −47.6732%, 2025년 −37.7399%다. 위 표는 반올림한 표시값이므로 **표시값끼리 곱하면 2024년은 −47.68%가 되어 표의 −47.67%와 0.01%p 어긋난다.** 평균잔액 기준으로는 2024년 −39.28%, 2025년 −45.23%이며 그 값은 주요지표 주2와 주4에 적었다.*

D3. 업종 벤치마크 신호등

원천: 발행사 확인 데이터. KSIC 582(응용 소프트웨어) 63사 중위값, 기준일 2025.12.31.
목표선(공시기업 약속치)은 설정하지 않아 업종 중위(실적선) 대비로 판정하며,
Equity Spread는 규격이 정한 절대 임계로, 주주환원율은 기준선 미확보 상태의 하한 논증으로
판정한다**(주4·주5).
D8(한기평 재무건전성 기준)과는 기준이 다르므로 같은 표에 섞지 않았다.

지표	동사 (2025)	KSIC 582 중위	차이	판정
ROE (%)	-37.74	-2.23	-35.51%p	🔴
영업이익률 (%)	-141.3	2.25	-143.6%p	🔴
PBR (배)	1.78	1.50	+0.28	🔴
PER (배)	N/A	14.83	-	⚪
부채비율 (%)	42.0	37.75	+4.3%p	🟡
Equity Spread (%p)	**-44.38**	**-**	**절대 기준 (주4)**	🔴
주주환원율 (%)	0.00	-	기준선 미확보 (주5)	🔴

자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

*주1: PBR의 🔴은 「저평가」가 아니라 **업종 중위를 상회하는 배수**라는 뜻이다. 이익이 음(−)인 상태에서 업종 중위보다 높은 PBR을 받고 있다는 사실을 그대로 표기한 것이며, 「저PBR = 저평가」로 읽어서는 안 된다.*

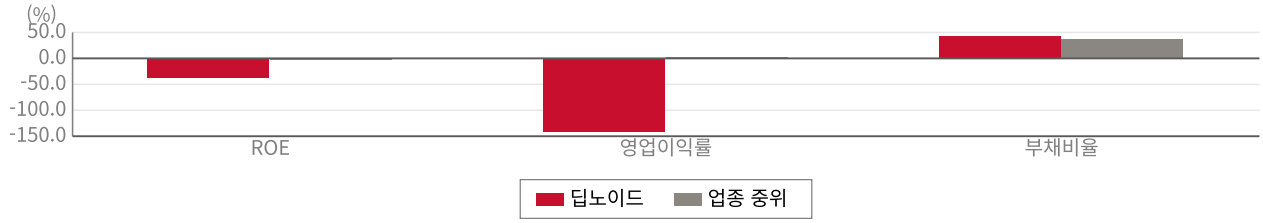
주2: PER은 적자로 산출되지 않아 판정하지 않았다.

*주3: 업종 중위 ROE −2.23%가 보여주듯 KSIC 582 업종 자체가 저수익 구간에 있으나, **동사는 그 업종 중위와도 35.5%p 떨어져 있다.***

*주4: Equity Spread는 업종 중위 대비가 아니라 **절대 기준**으로 판정한다 — 0 이상 🟢 / −2%p 이상 🟡 / 그 미만 🔴. 값의 산출은 D1에 있다. → § D1*

*주5: 주주환원율은 배당·자기주식 취득이 모두 없어 0.00%다. **업종 중위 기준선은 확보하지 못했다. 다만 목표선(공시기업 약속치)은 정의상 양(+)이므로, 0.00%가 그 기준선에 미달하는 것은 기준선 값과 무관하게 확정된다.** 설계 유형과 재원 판정은 D4에 있다. → § D4*

업종 실적선 대비 — KSIC 582 중위



자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

Peer 개별 비교 (참고)

동일 KSIC 5자리 · 시가총액 0.5~2.0배 자동 선정, 기준일 2025.12.31.

구분	PBR	PER	ROE (%)	영업이익률 (%)	부채비율 (%)
P-A사	0.60	6.28	12.59	7.93	50.43
P-B사	0.72	12.56	5.72	16.60	8.14
P-C사	0.89	-	-16.86	11.21	303.00
P-D사	0.88	-	-12.27	-1.64	31.80
P-E사	1.68	-	-15.12	-18.20	16.07
중위	**0.88**	**9.42**	**-12.27**	**7.93**	**31.80**
딥노이드	**1.78**	**N/A**	**-37.74**	**-141.3**	**42.0**

자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

*주1: 경쟁사는 P-A사~P-E사로 익명 처리했다. **이 익명 라벨은 이 표에만 적용되며 본문 §그림12의 M-A사~M-D사와는 서로 다른 기업이다.***

*주2: **표본 5사 중 3사가 적자여서 중위값의 대표성이 약하다.** 위 §D3 본표의 KSIC 582 중위(63사)와는 표본이 다르므로 두 축을 섞어 읽어서는 안 된다.*

주3: Peer 중위 PBR 0.88배 대비 동사 1.78배는 약 2배 수준이다.

D4. 주주환원 설계 유형

```
최근 3년 누적 FCF    = -360.8 억원
최근 3년 누적 순이익 = -265.6 억원
→ 양쪽 모두 음(-)이어서 환원율 산출이 성립하지 않는다
→ 권고 유형: 해당 없음 — 재원이 존재하지 않는다
```

동사는 최근 3개 사업연도 모두 무배당이며, 자기주식 취득·소각 실적도 확인되지 않는다. 결손금이 745.3억원이므로 상법상 배당가능이익 자체가 없다. **누적 FCF −360.8억원 상태에서 주주환원 설계를 권고하는 것은 성립하지 않으며, 현 단계의 과제는 환원이 아니라 영업현금흐름의 음(−) 폭 축소다.**

D5. 밸류업 12항목 사전채점

공시 이력 확인: D — 미확인 (확인일 2026.09.03)

기업가치 제고 계획 공시 여부가 확인되지 않았다. 채점 원천이 되는 12항목 판정표를 확보하지 못했으므로 채점표를 작성하지 않는다.

- 기업가치 제고 계획 공시 여부는 확인되지 않았습니다. KIND 또는 DART에서 확인할 수 있습니다.

참고 — 2026년 7월 거래소 규제 변경
한국거래소는 2026년 7월 2일 특례상장기업 관리 강화 방안을 발표하면서 **상장폐지 요건 유예 제도를 기업가치 제고 계획을 공시한 기업에만 적용**하는 방향을 제시한 것으로 보도됐다. 적용 대상은 2026년 7월 2일 이후 상장예비심사 신청 기업부터이므로 동사에 소급되지 않으나, 밸류업 공시의 실익이 커지는 방향의 변화다.

D6. 레이먼인덱스 포지셔닝

지수 원천: 발행사 확인 데이터. 위험 지표 WP v8.2.0(2026.05.15), 관계형 해저드 rel_hazard_v1(관측창 2023.08.31~2026.03.01, 산출 2026.08.30).

품질 축 3개년 추이 (높을수록 우량)

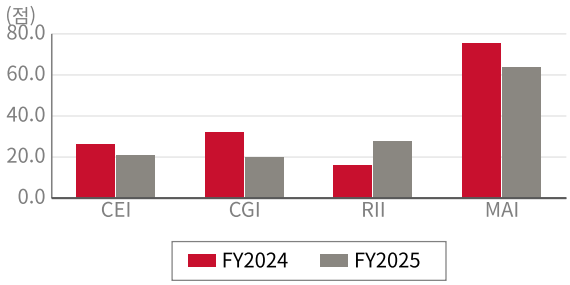
회계연도	CEI	CGI	RII	MAI	종합	등급	산식
2023	17.30	17.75	34.80	81.31	28.34	C+	v2.1
2024	26.20	32.25	16.20	75.25	26.54	C+	v3.1
2025	21.00	20.00	27.90	63.94	24.77	C+	v3.1

자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

*주1: **FY2023은 산식 v2.1, FY2024 이후는 v3.1이다.** 산식 계보가 다르므로 **2023 → 2024 구간의 증감을 추세로 서술하지 않는다.** 같은 v3.1 안에서 비교 가능한 것은 2024 → 2025 구간뿐이며, 이 구간에서 CEI −5.20, CGI −12.25, MAI −11.31, 종합 −1.77로 RII를 제외한 전 지표가 하락했다.*

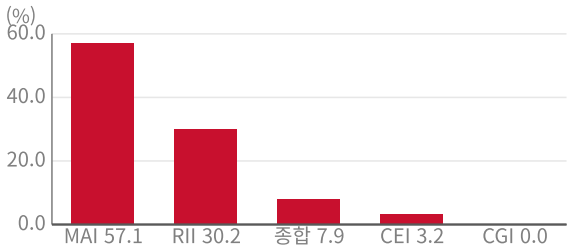
*주2: **네 지수와 종합점수·등급은 모두 발행사 지수 시스템의 산출값을 그대로 실은 것이며 이 리포트가 계산한 값이 아니다.** 공개 백서의 v2.2 종합 가중식(CEI×0.20 + RII×0.35 + CGI×0.25 + MAI×0.20)으로는 위 종합점수가 재현되지 않는다 — 대입하면 2023년 36.34 · 2024년 34.02 · 2025년 31.75로 발표값보다 7~8점 높다. **v2.1·v3.1의 종합 산식이 v2.2와 다르기 때문으로 보이며, 산식 원문은 확인하지 못했다.** 다만 발표된 종합점수에 백서의 등급 컷(≥20 C+)을 대면 세 해 모두 C+로 표기와 일치한다.*

레이먼인덱스 4대 지수 — FY2024 대 FY2025



자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

업종 백분위 — KSIC 582 (63사)



자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

업종 백분위 (기준일 2025.12.31)

기준	표본	CEI 중위 / 동사 백분위	CGI	RII	MAI	종합
KSIC 582	63	46.70 / **3.2%**	44.10 / **0.0%**	42.40 / 30.2%	61.88 / 57.1%	46.24 / **7.9%**
KSIC 2자리 58	198	52.20 / **3.0%**	49.58 / **1.0%**	40.65 / 33.3%	60.50 / 60.6%	47.26 / **5.1%**
GICS 45	626	52.95 / **3.5%**	52.32 / **0.6%**	49.00 / 19.8%	60.50 / 59.6%	50.89 / **3.7%**

자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

세 기준 모두에서 CEI(자본효율)와 CGI(현금거버넌스)가 하위 4% 안에 있고, 특히 KSIC 582 기준 CGI 백분위 0.0%는 63사 중 최하위다. 종합 백분위도 3.7~7.9%로 하위권이다. 유일하게 중위를 넘는 지표는 MAI(시장적응·모멘텀정합) 백분위 57.1~60.6%인데, 이는 **재무 성과가 아니라 시장 인식의 축**이다. **다만 백분위가 중위를 넘는 것과 별개로 MAI 절대값은 같은 v3.1 구간에서 75.25(FY2024) → 63.94(FY2025)로 −11.31 하락했다.** 상대 위치와 절대 수준의 방향이 다르므로 함께 읽어야 한다.

위험 축

지표	값	등급	모델	기준일
WP 악화확률	0.0871	LOW	v8.2.0	2026.05.15
관계형 해저드 (채택)	0.2500	HIGH	rel_hazard_v1	2026.08.30

자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

*주: 관계형 위험은 모델이 둘 이상이며 **채택본(rel_hazard_v1, HIGH)과 미채택본(relational_timeseries, LOW)의 방향이 반대다.** 규격상 채택본 하나만 싣는다. 두 지표는 성격이 다르며(위험 모델 vs 이벤트 카운트), 미채택본이 낮게 나온 것은 관측 구간에 전환사채·대표이사 변경·주총 분쟁 사건이 각각 0건이었기 때문으로 파악된다.*

*주: 최신 분기(2026Q1) 값은 CEI 24.52 · CGI 20.00 · RII 82.21 · MAI 58.89이나, **연간 계열과 분기 계열은 산출 기준이 달라 나란히 두지 않는다.** 특히 2026Q1 RII 82.21은 FY2025 연간 27.90과 크게 다르며, 유상증자 자금의 투입이 재투자 강도로 잡힌 것으로 보이나 확정하지 않는다.*

*주: **특별규칙(하드룰)의 발동 여부는 발행사 시스템이 판정하는 항목이며 이 리포트에 제공되지 않았다.** 공개된 규칙에 재무 수치를 대면 **「조달자금 전환율 30% 미만」에 해당할 소지가 있다** — FY2025 조달 197.2억원 대비 유형자산 취득은 8.8억원으로 **4.5%**다. 나머지 규칙은 계산상 해당하지 않는다(현금성자산 ÷ 유형자산 = 187.75 ÷ 94.34 = 1.99:1로 30:1 미달, 단기금융상품 비중 50.6%로 65% 미달, 자본총계 +284.8억원으로 완전자본잠식 아님). **하드룰이 발동 중이면 등급은 점수가 아니라 규칙이 결정한 상태가 되므로, 발동 여부는 확인이 필요하다.***

D7. 저PBR 위치 진단

구분	값
저PBR 리스트 편입	**해당 없음** (전 관측 기간)
현재 PBR	**1.78배** *(2026.09.01)*
저PBR 판정 임계 PBR	0.46배 *(2025Q4 기준)*
섹터 내 PBR 백분위	81.12% *(2025Q4)*
PBR 1배 미만 지속	0/6 반기 (연속 0)

PBR 시계열

기간	PBR	임계	섹터 백분위
2023Q2	16.89	0.62	99.11%
2023Q4	8.77	0.57	94.64%
2024Q2	7.93	0.55	95.44%
2024Q4	6.44	0.44	93.67%
2025Q2	9.14	0.50	97.42%
2025Q4	3.35	0.46	81.12%
2026.09.01	1.78	-	-

자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

동사는 저PBR과 반대 방향에 있다. 6개 관측 시점 전부에서 PBR이 1배를 넘었고 섹터 백분위는 81.1~99.1% 구간이었다. 따라서 **저PBR 리스트 편입 가능성 논거는 이 리포트에 싣지 않는다.** 다만 배수 자체는 2023Q2 16.89배에서 2026년 9월 1.78배로 **약 10분의 1 수준까지 내려왔다.** 이는 자기자본이 증자로 늘어나는 동안 시가총액이 더 빠르게 줄어든 결과이며, **배수 하락을 「저평가 진입」이 아니라 「시장이 매긴 값이 자산가치 쪽으로 수렴하는 과정」으로 읽는 것이 사실에 부합한다.**

D8. 한기평 기준 재무건전성 신호등

> 원천: `financial-benchmark-review`. D3(기업가치 제고 관점)과 기준이 다르므로 같은 표에 섞지 않았다.

지표	동사 (2025)	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	42.0%	≤100%	100~200%	>200%	↓	🟢
차입금의존도	17.2%	≤30%	30~45%	>45%	↓	🟢
순차입금	-118.2억	순현금	-	-	→	🟢
유동비율	1,229.2%	≥150%	100~150%	<100%	↑	🟢
현금성자산/1년내 차입	143.3배	≥1배	0.5~1배	<0.5배	↑	🟢
CB/BW 잔액	없음	없음	-	-	→	🟢
자본잠식률	잠식 없음	없음	-	-	→	🟢
순차입금/EBITDA	산출불가	≤2배	2~3.5배	>3.5배	-	⚪
EBITDA/이자비용	산출불가	≥5배	3~5배	<3배	-	⚪
매출총이익률	64.1%	-	-	-	급등락	🟡
영업이익률	**-141.3%**	**≥8%**	**0~8%**	**<0%**	**↓**	🔴
ROE	**-37.74%**	**≥10%**	**0~10%**	**<0%**	**↓**	🔴
ROA	**-26.6%**	**-**	**-**	**-**	**↓**	🔴
영업활동현금흐름	**-63.6억**	**지속 양(+)**	**-**	**지속 음(−)**	**3년 연속 음**	🔴
잉여현금흐름(FCF)	**-72.4억**	**지속 양(+)**	**-**	**지속 음(−)**	**구조적 음**	🔴
판관비율	**205.4%**	**-**	**-**	**-**	**↑**	🔴
매출 증가율	**-31.1%**	**-**	**-**	**-**	**역성장 전환**	🔴

판정 요약: 🟢 7 · 🟡 2 · 🔴 7 · ⚪ 산출불가 2

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

*주1: EBITDA 계열 2개 지표는 감가상각비 분해 원자료를 확보하지 못했고, 영업손실 규모(−105.6억원)상 상각비를 가산해도 양(+)으로 전환되지 않아 **산출불가**로 확정했다. 이 경우 커버리지 축을 유동성 축으로 전환해 평가한다.*

*주2: **레버리지·유동성 지표가 전부 🟢인 것은 재무구조가 건전해서가 아니라 아직 차입을 많이 하지 않았기 때문이다.** 자체 현금창출로 원리금을 감당할 능력은 현재 없다.*

*주3: 소프트웨어업(KSIC 582)은 제조업 대비 자산 구조가 달라 차입금의존도·유동비율의 통과는 의미가 제한적이고, 영업이익률 기준은 더 엄격히 보는 것이 통상이다. **업종 보정은 판정을 완화하는 방향이 아니라 강화하는 방향으로 작용한다.***

회계 품질 플래그

```
[x] 금융원가·현금이자 괴리     3년 연속 2배 초과. 2025년 갭 5.50억원 (7.85 vs 2.35)
[x] 손상 미인식 의심            매출 -31.1%인데 유형자산 손상차손 0원
[x] 이연법인세 (변형)           법인세비용 3년 연속 정확히 0. 이연법인세자산 전면 미인식
[x] 채권 역행 (역방향)          DSO 128.0일 → 63.8일 → 3.8일. 계약자산·계약부채 동시 -60%대
[x] 총액-순액 수익인식 의심     2024년 매출원가율 90.5%. 하드웨어 동반 납품의 총액 인식 가능성
[x] 판관비 역행                 매출 -31.1%인데 판관비 +37.9%
[ ] 미분해 영업외손익           세전손익 잔여액이 기타손익 순액과 정확히 일치 — 미탐지
```

- **감사의견은 적정이며 계속기업 관련 중요한 불확실성 강조사항은 없다**(대주회계법인, 2026.03.23). 핵심감사사항은 「수익인식」 이며, 위 총액-순액 플래그와 직접 맞물린다.
- 내부회계관리제도에 대해 경영진은 효과적이라고 판단했고 감사인은 검토를 수행했다.
- 회계 품질 플래그는 기계적 탐지 결과이며 부정회계를 단정하지 않는다. **주석 원문 대조를 통한 후속 검토(accounting-quality-review)가 필요한 상태로 판단된다.**
- 🔴 7개가 확인돼 본문에 리스크 챕터를 독립 배치했다(본문 7장).

상장규정 요건까지의 거리

요건	적용 시점	현황	임계선까지
매출액 30억원	2026 사업연도부터	2025년 74.7억	−59.9% 하락까지 감내 · 상위 2사 이탈 시 +0.7억
법차손 자기자본 50% 초과	2024 사업연도부터 (적용 중)	당해 연도말 기준 2024년 47.67% · 2025년 37.74% (저촉 0회/2회) 직전 연도말 기준 2024년 33.40% · 2025년 56.44% (저촉 1회/2회)	당해 기준 2026년 법차손 94.9억 초과 시 1회째 직전 기준 142.4억 초과 시 2회째 = 요건 해당
자본잠식 50%	상시	자본금 146.9억 < 자본총계 284.8억	해당 없음
자기자본 10억 미만	상시	284.8억	−96.5% 하락까지 감내

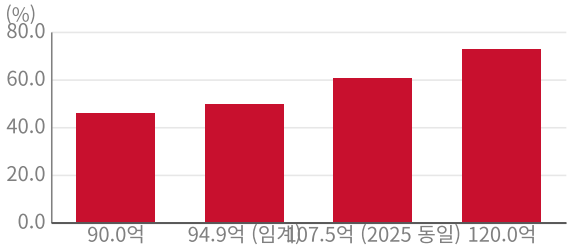
자료: financial-benchmark-review, R-Advisory by KONNECT

*주1: 이 요건은 상장 후 3개 사업연도(2021~2023)가 유예되므로 **2024 사업연도부터 산입**된다. 비율의 분모를 **당해** 사업연도말 자기자본으로 보느냐 **직전** 사업연도말로 보느냐에 따라 판정이 갈린다. 당해 기준이면 2024년 47.67%·2025년 37.74%로 **저촉 0회**이고, 2026년 임계는 손실이 그대로 자기자본을 줄이고 **증자·주식선택권 행사·전환 등 다른 자본 증가가 없다고** 볼 때 2026년 말 자기자본 189.86억원의 50%인 **94.9억원**이다. 최근 2년 그 항목은 **+10.13억원(2024년: 주식선택권 행사 10.66 − 무상증자 0.53)·+6.61억원(2025년: 전환상환우선주 전환 5.49 + 주식선택권 행사 1.12, 유상증자 194.56억원 제외)**이었으므로, 94.9억원은 **보수적으로 낮게 잡힌 임계**다. 직전 기준이면 2024년 33.40%(90.78 ÷ 2023년 말 271.78)·2025년 56.44%(107.48 ÷ 190.41)로 **저촉 1회**이고, 2026년 임계는 2025년 말 284.79억원의 50%인 **142.4억원**이다. 유예 구간인 2023년은 직전 기준으로 67.60%(67.37 ÷ 2022년 말 99.66)이나 산입되지 않는다. **어느 기준을 쓰는지는 규정 원문 확인이 필요하다.***

*주2: **2025년 37.74%는 유상증자 197.2억원이 분모를 키운 결과이며, 증자가 없었다면 122.7%였다.***

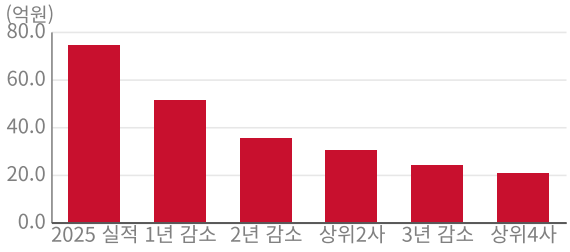
주3: 상장규정 요건의 해석은 한국거래소 코스닥시장 상장규정 원문과 거래소 유권해석이 우선한다.

2026년 법차손 시나리오별 비율



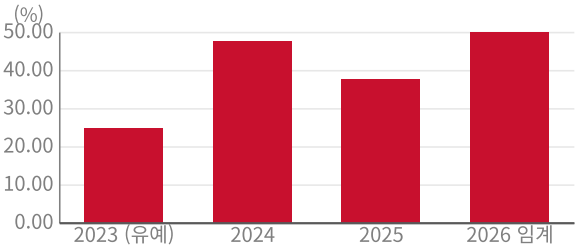
자료: 발행사 산출, R-Advisory by KONNECT

매출액 요건 30억 대비 시나리오



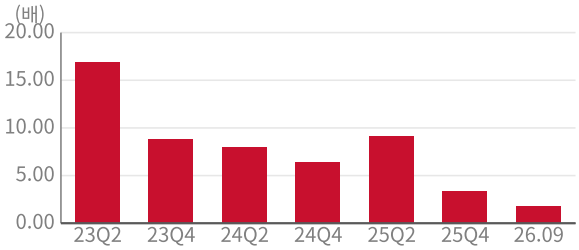
자료: 제18기 주석 35, R-Advisory by KONNECT

법차손 비율 — 자기자본 대비



자료: 제18기 재무제표, R-Advisory by KONNECT

PBR 시계열 — 임계와의 거리



자료: 발행사 확인, R-Advisory by KONNECT

Compliance Notice

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자인 박재준을 비롯해 당사 임직원들은 본 자료 제공일 현재 위 자료에 언급된 종목의 주식 및 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 작성자는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 이 금지하는 선행매매를 하고 있지 않습니다.
- 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않습니다.
- 본 자료에 언급된 종목의 경우, 투자결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.

▪ 작성자는 본 자료에 게재된 내용들이 본인 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

▪ 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자의 투자 판단을 위한 자료로만 활용되어야 하며 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

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

[발행사 정보]

R-Advisory by KONNECT
대표애널리스트 박재준
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net

[투자의견 (변동)내역]

일시	2026.09.03
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: 2026.09.02

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

*주: 한경 컨센서스 조회(2026.09.02) 결과 최근 2년 내 발간 이력이 확인되지 않았다. 확인된 가장 최근 증권사 리포트는 **2023년 10월 24일 SK증권**의 자료이며 투자의견 Not Rated·목표주가 미제시였다. 해당 리포트가 제시한 2024년 전망(매출 200억원·영업이익 70억원)은 실제 실적(매출 108.5억원·영업손실 101.0억원)과 크게 어긋났다. 2024년 12월 19일 NICE디앤비의 기술분석보고서가 발간됐으나 거래소 기술분석보고서 발간 지원사업에 따른 것으로 증권사 리포트가 아니어서 위 표에 포함하지 않았다.*

*주: **애널리스트 커버리지가 사실상 공백 상태**이므로 시장 컨센서스가 존재하지 않으며, 이 리포트의 수치는 전부 공시 원문과 발행사 확인 데이터에 근거한다.*

R – Advisory

BY KONNECT

R-Advisory by KONNECT

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