R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

이삭엔지니어링 (351330, KOSDAQ)

2분기 원가율 반등·수주잔고 약 540억원, 10.12 CATL MOU로 해외 BESS·태양광 EPC 본격화

SUMMARY

1. 1H26 매출 325.4억원(-5.7%), 영업손실 -39.9억원으로 전년 수준
2. 2Q26 매출총이익률 4.8% 반등(1Q26 -1.6%), 반기 누계 2.0%
3. 10% 이상 고객 A사 매출 107.9억원(33.2%), 수주잔고 약 540억원
4. 자원순환 관계기업 반기 매출 75.1억원, 전년 연간 53.0억원 초과
5. 정관에 신재생 등 7개 사업목적 추가, 풍력·태양광 발굴 착수
6. 부채비율 172.0%, 전환사채 100억원 전환청구기간 9월 개시

2분기 원가율 반등, 해외 BESS 사업 추진

2분기 매출총이익률이 4.8%로 반등하고 수주잔고가 약 540억원으로 늘었음. 에너지부문은 정관에 사업목적 7개를 추가하고(2026.05) 상업·산업용 배터리 에너지저장장치(BESS)의 국가통합인증(KC)을 받았음(2026.07, 회사 제공). CATL·NEPC3와의 해외 BESS 3자 양해각서(MOU)는 2026.10.12 체결 예정임. 회사는 실행을 앞둔 계약 3건(약 1,180억~1,580억원, 계약 전)을 제시함. MOU는 비구속·비독점이며, 기준일 현재 에너지 매출은 0원임. 결손 -59.7억원과 부채비율 172.0%는 개선되지 아니함.

확인 순서: ① 계약 3건 체결·3자 MOU 서명 ② 에너지저장장치(ESS) 첫 판매·배전망 ESS 2차 공모 ③ 3분기 시스템통합 원가율 ④ 관계기업 대여금 회수. 섹션 11에 확인 지표 16개의 판단 기준을 미리 제시함. **Not Rated이며 목표주가를 제시하지 아니함.**

SUMMARY FINANCIAL DATA 연결, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	1,005.2	684.5	789.9	344.9	325.4
영업이익	1.3	-45.4	-71.8	-38.8	-39.9
매출총이익률 (%)	7.9	6.2	3.4	4.1	2.0
지배주주순이익	-4.6	-69.6	-86.2	-55.9	-59.5
EPS (원)	-56	-839	-1,040	-674	-718
BPS (원)	5,794	4,896	4,151	-	3,439
ROE (%)	-1.0	-17.2	-25.7	-	-21.4
부채비율 (%)	56.7	67.0	124.1	-	172.0
PBR (배)	-	-	2.03	-	-

자료: 전자공시 DART, R-Advisory · ROE = 연결순이익 ÷ 기말 자본총계(1H26은 반기 실적, 연환산 -42.8%) · 2025 PBR은 2025.12.30 종가 기준

▶ AT A GLANCE

투자의견	**Not Rated**
목표주가	제시하지 않음
기준주가	-
시가총액	-
발행주식수	8,288,520주
자기주식 (비율)	0주 (0.00%)
유동주식비율	43.46%
2026 종가 고점	9,790원 (01.22)
2026 장중 저점	2,905원 (07.30)
자본금 / 액면가	41.4억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	-
PBR / PER	- / N/A

기준일(2026.08.14) 종가는 확인되지 아니하여 기준주가·시가총액·PBR(주가 ÷ 주당순자산)은 표기하지 아니함. 2026년 고점·저점은 발행사 시장데이터 DB(기준일 이전 거래일). 외국인지분율은 확인되지 아니함

▶ 주주현황

김창수 외 4인	56.55%
— 최대주주 5인 각	11.31%
자기주식	0.00%

반기보고서 VII 기준. 최대주주 5인은 2026년 상반기 중 각 2,000주씩 증가(56.42% → 56.55%)

▶ 자료 기준

자료 기준일	2026.08.14
재무	2026 반기보고서 (2026.06.30)
시장	-

2026.08.14 이후 공시·보도·회사 발언은 반영하지 아니함. 「회사 제공」 수치는 감사·검토를 거치지 아니함

1. 반기에 무엇이 바뀌었나

원가율 반등·수주 확대·신사업 매출이 나타났으나, 손익과 재무구조는 아직 바뀌지 아니함

마진노트 — 개선 신호 3개(2Q 원가율·수주잔고·자원순환 매출) / 악화 신호 3개(결손 확대·부채비율·관계기업 대여)

- **리포트의 요지** — 1차 리포트(기준일 2026.03.23)는 동사의 분석 틀을 세 가지 질문으로 정리하였음. ① 기존 주력 고객의 설비투자가 매출로 이어지는가임. ② 원가율이 정상 범위로 돌아오는가임. ③ 자원순환 신사업이 대여·보증 부담을 상회하는 손익을 내는가임. 반기보고서에서는 세 축 모두에서 변화가 나타났음. 다만 어느 축도 손익 단계에서 입증되지는 아니함
- ① **고객** — 1H26 연결 매출의 10% 이상을 차지한 단일고객은 A사 1곳이며, 매출은 107.9억원(33.17%)임. 수주잔고는 2026.05.15 약 429억원에서 2026.08.14 약 540억원으로 증가하였음(반기보고서 주석 22(4), II-4-5)
- ② **원가율** — 분기 매출총이익률이 1Q26 -1.6%에서 2Q26 4.8%로 반등하였음. 다만 2Q26 매출총이익 8.9억원 중 1.9억원은 1분기에 설정한 재고평가충당금(재고 가치 하락 반영분)의 환입임(회사 제공 총계정원장). 같은 분기 상품매출 비중은 54.4%로 상승하였음. 반기 누계 매출총이익률은 2.0%로 전년 동기 4.1%를 하회함. 진행기준(공사 진행률에 따른 수익 인식) 추정변경의 당기 손익 영향은 2025년 -13.0억원에서 1H26 -1.2억원으로 줄었음
- ③ **자원순환** — 관계기업 이삭화유리사이클(지분 50%)의 반기 매출은 75.1억원으로 전년 연간 53.0억원을 넘었음. 같은 기간 순자산은 -16.0억원으로 마이너스 규모가 확대되었음. 동사의 관계기업 계열 대여는 126.6억원으로 늘었음(반기보고서 주석 14·32)
- **새로운 축** — 동사는 2026.05.31 임시주주총회에서 7개 사업목적을 정관에 추가하였음. 추가된 사업목적은 신재생에너지·전력자원 개발·발전 및 전기판매·발전설비·토목건축·전기재료·발전소 O&M(운영·유지보수) 등임. 회사는 신재생 분야에 전담팀을 구성하였으며, 「년 내 첫 계약 가능」으로 기재함(반기보고서 I-5). 기준일 현재 관련 매출은 없음. 회사가 이후 제시한 역량·중장기 계획은 섹션 6에 정리함
- 본 리포트는 위 변화를 사실로 정리하고, 손익 전환·대여금 회수·에너지 사업 첫 계약을 3분기 이후 확인할 항목으로 분류함

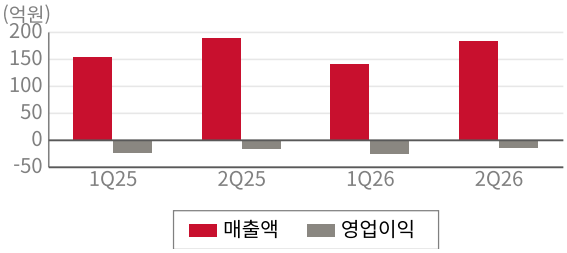
그림1 분기 실적 추이 (단위 : 억원, %)

	1Q25	2Q25	2H25 [1]	1Q26	2Q26
매출액	154.7	190.2	444.9	140.9	184.5
매출총이익	7.7	6.3	13.2	-2.3	8.9
매출총이익률	4.9	3.3	3.0	-1.6	4.8
판매비와관리비	30.9	21.8	46.2	22.9	23.6
영업이익	-23.3	-15.5	-33.1	-25.2	-14.7
당기순이익	-32.3	-24.6	-32.2	-30.3	-30.9

자료: 2025·2026 분기·반기보고서, FY2025 사업보고서, R-Advisory

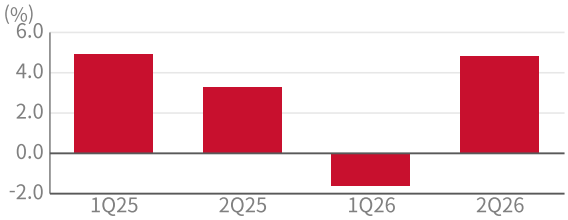
[1] 2H25 = FY2025 연간 − 1H25. 자체 산출

분기 매출액·영업이익 (연결)



자료: 2025·2026 분기·반기보고서, R-Advisory

분기 매출총이익률 (연결)



자료: 2025·2026 분기·반기보고서, R-Advisory

2. 반기 실적의 해부

2분기 매출총이익률 4.8% 반등, 같은 분기에 상품 비중 확대와 재고평가충당금 환입이 겹침

마진노트 — 매출 -5.7%, 영업손실 전년 수준 / 순손실 4.3억원 확대, 파생상품 평가손실 18.1억원 포함

(1) 매출 구성 — 시스템통합 감소, 상품 증가

- 1H26 연결 매출은 325.4억원으로 전년 동기 344.9억원 대비 5.7% 감소하였음. 2Q26 매출은 184.5억원으로 전년 동기 대비 3.0% 감소, 전분기 대비 30.9% 증가하였음
- 매출유형별로 시스템통합매출은 212.9억원에서 177.1억원으로 16.8% 감소하였음. 상품매출은 132.1억원에서 148.3억원으로 12.3% 증가하였음. 2Q26 단독 상품매출은 100.4억원(+66.3%)으로 분기 매출의 54.4%임(주석 4)
- 제품군 기준(II-4-1) 1H26 구성비는 전기·전자부품 도매(상품) 45.4%, 산업자동화 솔루션 30.6%임. 디지털팩토리 솔루션은 22.5%, 기타는 1.5%임. 제품군 기준 상품 비중은 2024년 26.6% → 2025년 34.2% → 1H26 45.4%로 상승 중임(재계산). 매출유형 기준(주석 4)으로는 1H26 45.6%임
- IoT(사물인터넷)플랫폼 솔루션 매출은 2025년 8.7억원에서 1H26 0.2억원으로 줄었음. 같은 시기 회사는 IoT 플랫폼(Ultivis)의 기반 라이선스(Cumulocity)를 계약기간 중 해지하였음. 회사는 2026.07.13 정산비용 0.7억원을 지출하였음(회사 제공 지출결의서). 초고압예방진단 솔루션 매출은 0.9억원(2025년)에서 4.2억원(1H26)으로 늘었음
- 수출 비중은 2024년 4.9% → 2025년 4.7% → 1H26 4.3%임

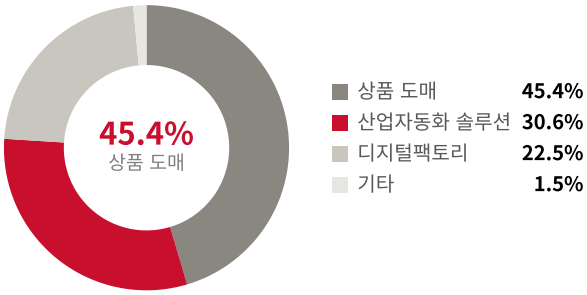
공시 표기 주의 : 반기보고서 II-4-1 매출실적 표의 「비율」 열은 합계가 100%를 넘음(산업자동화 70.55% 등). 분모 오기로 판단되어 본 리포트는 매출액으로 재계산한 구성비를 사용함

그림2 매출유형별 매출 (단위 : 억원)

구분	1H25	1H26	증감률	2Q25	2Q26	증감률
시스템통합매출	212.9	177.1	-16.8%	129.8	84.1	-35.3%
상품매출	132.1	148.3	+12.3%	60.4	100.4	+66.3%
합계	344.9	325.4	-5.7%	190.2	184.5	-3.0%
상품 비중	38.3%	45.6%	+7.3%p	31.7%	54.4%	+22.7%p

자료: 반기보고서 연결주석 4, R-Advisory

제품군별 매출 구성 (1H26, 연결)



자료: 2026 반기보고서 II-4-1(재계산), R-Advisory

(2) 2분기 매출총이익률 반등의 구성 — 공시와 회사 제공 총계정원장으로 분해되는 세 가지

- **① 진행기준 추정변경 손실 축소(반기 누계)** — 전기말 진행 중 계약의 추정 변경이 당기손익에 미친 영향은 2025년 연간 -13.0억원이었음. 1H26에는 이 영향이 -1.2억원(향후영향 +0.4억원 포함 시 -0.8억원)으로 줄었음. 공사손실충당부채는 6.6억원에서 6.1억원으로 감소하였음(주석 23(2), 17). 분기별 분해는 공시되지 아니함
- **② 재고평가충당금의 설정과 환입** — 회사는 1분기 말 재고자산평가손실 2.1억원을 설정하였음. 이 중 1.9억원을 2분기 말 환입하여 매출원가에서 차감하였음(회사 제공 2026년 2분기 총계정원장, 별도). 설정·환입 효과를 두 분기에서 모두 제거하면 매출총이익률은 1Q26 -0.1%, 2Q26 3.8%임(연결 손익에 별도 금액을 적용한 참고치). 이 경우에도 2Q26 매출총이익률은 1Q26과 2Q25(3.3%)를 상회함
- **③ 매출유형별 원가율** — 회사 제공 별도 총계정원장 기준 2026년 상반기 누계 상품매출 원가율은 92.2%(상품매출 147.7억원)임. 같은 기준 시스템통합·기술용역 원가율은 109.5%(매출 150.5억원)임. 시스템통합·기술용역은 반기 누계로 원가가 매출을 초과하였음. 2분기의 개선은 원가율이 상대적으로 낮은 상품의 비중 확대와 같은 시기에 나타났음. 2025년에는 반대로 상품 원가율(94.5%)이 공사수익 원가율(85.2%)보다 높았음(회사 제공). 따라서 매출 구성 변화(믹스)가 원가율에 미친 효과의 방향은 연도마다 달랐음
- 결과적으로 2분기 반등에는 상품 비중 확대(믹스)와 재고평가충당금 환입 요인이 포함되어 있음. 시스템통합 원가율 자체의 개선은 현 자료로 확인되지 아니함. 3분기 시스템통합 원가율이 1차 확인 지표임
- **반대 근거** — 회사 제공 CRM(고객관계관리 시스템)상 수주 단계의 단품·부품 비중은 2023년 26.5% → 2025년 8.8%로 줄었음. 반면 매출의 상품 비중은 늘어 두 지표의 방향이 다름(두 지표의 정의 차이는 확인되지 아니함). 상품 재고는 취득원가 66.0억원 대비 46.2%가 평가감된 상태임(III-8)

그림3 매출총이익률 분해 (단위 : 억원, %)

구분	2Q25	1Q26	2Q26
매출액	190.2	140.9	184.5
매출총이익 (공시)	6.3	-2.3	8.9
매출총이익률 (공시)	3.3%	-1.6%	4.8%
재고평가충당금 설정(+)·환입(-) (별도)	-	+2.1	-1.9
매출총이익률 (충당금 효과 제거, 참고)	-	-0.1%	3.8%
상품매출 비중	31.7%	34.0%	54.4%

자료: 반기보고서, 회사 제공 2026년 2분기 총계정원장(별도), R-Advisory

* 충당금 금액은 별도 기준이며 연결 조정 전 값. 연결 손익에 적용한 참고치임

(3) 판관비 — 감소의 실체는 수수료·대손 환입, 인건비는 증가

- 1H26 판관비는 46.5억원으로 전년 동기 52.7억원 대비 11.8%(6.2억원) 감소하였음
- 감소 항목은 지급수수료 -7.2억원(13.8억원 → 6.6억원)과 대손상각비 -3.5억원(2.3억원 → 환입 -1.2억원)임. 경상연구개발비는 -1.3억원임. 반면 판관비 내 종업원급여는 20.8억원에서 26.0억원으로 25.1% 증가하였음(주석 24)
- 매출원가를 포함한 성격별 종업원급여는 62.8억원에서 67.6억원으로 7.6% 증가하였음(주석 25). 영업조직은 FY2025 사업보고서 제출일(2026.03.23) 기준 25명(전략영업 23, 마케팅 2)이었음. 1분기보고서 제출일(2026.05.15)에는 16명(전략영업 14, 마케팅 2)으로 9명 줄었음. 반기보고서 제출일에도 16명임(II-4-2-1). 같은 기간 판관비 종업원급여가 늘어난 원인(퇴직 관련 비용 포함 여부)은 공시되지 아니함
- 분기 기준 판관비는 1Q25 30.9억원 → 1Q26 22.9억원으로 줄었음. 반면 2Q25 21.8억원 → 2Q26 23.6억원으로 8.2% 늘었음. **판관비 감소는 1분기의 수수료·대손 항목에 집중되어 있음. 인력 축소에 따른 고정비 절감은 반기 손익에서 아직 확인되지 아니함**

그림4 판매비와관리비 주요 항목 (단위 : 억원)

구분	1H25	1H26	증감
종업원급여	20.8	26.0	+5.2
지급수수료	13.8	6.6	-7.2
대손상각비	2.3	-1.2	-3.5
경상연구개발비	2.7	1.4	-1.3
감가상각비·무형자산상각비	2.9	2.9	0.0
기타	10.2	10.8	+0.6
합계	52.7	46.5	-6.2

자료: 반기보고서 연결주석 24, R-Advisory

(4) 영업외 — 파생상품 평가손실이 금융원가를 키웠고, 법인세 감소가 일부 상쇄

- 영업손실은 -39.9억원으로 전년 동기 -38.8억원과 비슷함. 순손실은 -56.9억원에서 -61.2억원으로 4.3억원 확대되었음. 순손실 증감의 구성은 영업손실 -1.2억원, 금융손익 -19.3억원, 지분법(관계기업 손익을 지분율만큼 반영) 손익 -1.0억원임. 기타손익은 +5.8억원, 법인세비용 감소는 +11.3억원임
- 금융원가는 2.7억원에서 24.7억원으로 늘었음. 내역은 이자비용 6.5억원(전환권조정 상각 포함)과 파생상품평가손실 18.1억원임(주석 26)
- 파생상품평가손실 18.1억원 중 15.1억원은 전환사채 관련 파생상품자산(회사의 매도청구권, 콜옵션)의 감소분임(19.4억원 → 4.3억원). 나머지 3.0억원은 파생상품부채(전환권)의 증가분임(24.8억원 → 27.8억원). **손실의 83.5%가 매도청구권 자산 가치 하락에서 발생하였음**. 이 손실은 현금 유출이 없는 평가손익임. 매도청구권은 「발행회사 또는 발행회사가 지정하는 자」가 행사할 수 있음. 행사 후 전환 시 최대 599,880주(지분율 6.13%)를 취득할 수 있다고 기재됨(III-7)

- 관계기업 지분법손익은 -2.1억원(1Q26 -4.5억원, 2Q26 +2.4억원)임. 2분기 지분법이익에는 관계기업 유상증자에 따른 간주처분이익(지분율 희석에 따른 회계상 처분이익) 4.1억원이 포함되어 있음. 이를 제외하면 반기 지분법 손실은 -6.2억원임(주석 14(3)). 법인세비용은 0.1억원으로 전년 동기 11.4억원에서 줄었음

(5) 부문 손익 — 회사 제공 내부관리 자료(별도)

- 공시는 연결실체 전체를 단일 보고부문으로 기재함(주석 4). 아래 수치는 회사 제공 내부관리 자료임. 2024·2025년 별도 매출·영업이익은 공시와 원 단위로 일치함을 확인하였음
- 2025년 별도 영업손실 -60.6억원의 부문별 구성은 OT(설비 운영기술) -34.2억원, DS(엔지니어링 소프트웨어·용역) -7.3억원임. AX(AI 전환 — 구 DX, 연구소)는 -20.1억원, 임대는 +0.9억원임. OT 영업손익은 2023년 +30.2억원에서 2024년 적자로 전환하였고, 2025년에는 적자 폭이 확대되었음. DS는 2020년 이후 6년 연속 영업적자임. AX는 6년 연속 영업적자(6년 누계 -104.0억원)임
- 2026년 1분기 별도 기준으로는 전 부문이 영업적자였음. 부문별로 OT -13.0억원(원가율 113.4%), DS -1.9억원, AVEVA -3.9억원, AX Lab -3.7억원임. 2분기 부문 손익은 제공되지 아니함

그림5 부문별 영업손익 (별도, 회사 제공) (단위 : 억원)

부문	2022	2023	2024	2025	1Q26	2022~1Q26 누계
OT	37.6	30.2	-24.1	-34.2	-13.0	-3.5
DS [1]	-7.4	-3.9	-2.8	-7.3	-1.9	-23.3
AVEVA [1]	-	-	-	-	-3.9	-3.9
AX(구 DX)	-18.2	-15.8	-17.2	-20.1	-3.7	-75.0
임대	1.2	0.9	0.9	0.9	- [2]	3.9
합계	13.1	11.4	-43.1	-60.6	-22.6	-101.8

자료: 회사 제공 내부관리 실적자료(별도), R-Advisory

[1] 2026년부터 AVEVA가 DS에서 분리됨. 2025년 이전 DS와 2026년 DS의 범위는 다름

[2] 2026년 부문 구분에 임대 부문이 없음

* 내부관리 기준이며 감사·검토를 거치지 아니함. 공통비는 인원 0.4·매출 0.6 가중 배부(회사 규칙)

3. 기존 주력 고객과 수주

10% 이상 단일고객 A사 매출 반기 107.9억원, 수주잔고 약 540억원 — 주력 고객의 설비투자는 확대 국면

> **마진노트** — A사 비중 33.2% / 공시 수주잔고 2026.05.15 대비 111억원 증가 / 2026년 상반기 신규수주는 전년 동기 대비 -25.2%(회사 제공 CRM)

(1) 공시로 확인되는 고객 매출

- 반기보고서 주석 22(4)는 당반기 또는 전반기에 연결 매출의 10% 이상인 단일 외부고객 3사를 기재함. **1H26에 10%를 넘는 고객은 A사 1곳(107.9억원, 33.17%)임.** B사(17.9억원)·C사(13.9억원)는 1H25 기준 10% 이상 고객임
- 표 안의 A사 매출은 1H25 33.3억원(9.7%)에서 1H26 107.9억원으로 늘었음. 다만 기간 간 동일 고객 여부는 공시되지 아니함

- 회사 제공 주석 원자료상 FY2025 A사는 SK하이닉스(143.2억원)임. **1H26 A사의 실명은 공시되지 아니하였고 회사 제공자료로도 확인되지 아니함.** 본 리포트는 1H26 A사를 SK하이닉스로 단정하지 아니하며, FY2025 연간 금액과 비율을 비교하지 아니함
- 연결주석 31은 서울보증보험이 동사를 위해 제공한 이행보증(계약 이행을 보증하는 보험) 88.3억원의 보증처를 「SK하이닉스, 롯데정보통신 등」으로 기재함. FY2025말 82.2억원에서 보증 잔액이 늘었음

그림6 연결 매출 10% 이상 단일 외부고객 (단위 : 억원)

고객	1H25	1H26	증감률
A사	33.3	107.9	+223.7%
B사	56.5	17.9	-68.3%
C사	46.1	13.9	-69.9%
A사 비중	9.7%	33.2%	+23.5%p

자료: 반기보고서 연결주석 22(4), R-Advisory

* 주석은 어느 한 기간이라도 10% 이상인 고객을 나열함. 표 안의 고객이 기간 간 동일한지는 공시되지 아니함

(2) 수주 — 공시 잔고는 증가, 상반기 신규수주(회사 제공)는 감소

- 공시 수주잔고는 2026.03.23 약 451억원 → 2026.05.15 약 429억원 → 2026.08.14 약 540억원으로 변동하였음. 잔고는 분기보고서 제출일 대비 약 111억원 증가하였음(II-4-5). 회사 진행률 원장 기준 2026.06.30 별도 잔고는 418.6억원(회사 제공)임. 공시 잔고와 산정 기준이 달라 차이의 구성은 확인되지 아니함. 세부 수주 내용은 회사 기밀로 공시되지 아니함
- 신규수주는 회사 제공 CRM 수주원장(Closed Won 기준) 집계임. 신규수주는 2023년 657.8억원 → 2024년 631.8억원 → 2025년 950.3억원임. 2025년이 3년 중 최대였음. 2025년 4분기 단독 346.0억원이 12개 분기 중 최대임
- 2026년 상반기 신규수주는 347.8억원(1Q 153.3억원 + 2Q 194.5억원)으로 1H25 465.0억원 대비 25.2% 감소하였음. **상반기 신규수주 금액은 전년 동기보다 적었음. 공시 잔고 증가의 구성(고객·시기)은 확인되지 아니함**
- 고객군별 신규수주(CRM)에서 SK 계열은 2023년 27.8억원 → 2024년 59.9억원 → 2025년 149.1억원으로 늘었음. 같은 기간 삼성 계열은 20.2억원 → 97.2억원 → 157.5억원으로 늘었음. 최근 2년(2024.07~2026.06) 수주 상위 3사는 삼성전자(17.8%)·SK하이닉스(12.0%)·현대제철(11.8%)임. 상위 5사 비중은 53.1%임
- 수주 단계의 유지보수·라이선스·서비스 비중은 2023년 1.5% → 2025년 6.4%로 늘었음. 신규 수주 고객사 수는 2024년 239개 → 2025년 110개로 줄었음

그림7 신규수주 시계열 (회사 제공 CRM, Closed Won) (단위 : 억원)

구분	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	누계
2023	160.8	222.7	149.3	124.9	657.8	657.8
2024	74.6	216.9	143.5	196.8	631.8	1,289.6
2025	203.2	261.8	139.3	346.0	950.3	2,239.9
2026	153.3	194.5	-	-	347.8 (상반기)	2,587.7

자료: 회사 제공 CRM 수주원장(2026.08.31 기준 추출), R-Advisory

* 영업 수주원장이며 회계상 매출·잔고가 아님. 내부거래(이삭 계열향) 포함. 2026년 7~8월 수주는 기준일(2026.08.14) 전후 구분이 되지 아니하여 제외함. 등록일과 수주일이 같은 사후 등록 건이 건수의 66.7%임. 이에 2026년 상반기 수치에 기준일 이후 입력분이 포함되었을 수 있음

(3) 주력 고객의 투자 환경 — 기준일 이전 공표분

- SK하이닉스는 2Q26 매출 79.32조원, 영업이익 60.54조원을 기록하였음(한경비즈니스 2026.07.29). SK하이닉스는 2분기 컨퍼런스콜에서 2026년 투자를 「40조원 후반 수준」으로 제시하였음. SK하이닉스는 M15X 양산 시점을 앞당긴다고 밝혔음. 또한 2027년 초 용인 1기 클린룸(먼지를 통제한 생산 공간) 오픈 후 생산능력을 신속히 늘리기 위한 투자를 진행한다고 밝혔음(뉴스핌 2026.07.29)
- 청주 M15X는 2026년 4월 가동하였고, 웨이퍼 투입 월 1만장에서 시작해 이듬해 8만장까지 늘릴 계획임(충청타임즈 2026.04.16). 청주 HBM(고대역폭 메모리) 패키징 공장 P&T7(약 19조원)은 2026.04.22 착공하였음(글로벌이코노믹 2026.04.22). SK하이닉스는 2026.07.22 해당 공장의 건설 일정을 앞당기는 7.1조원 투자를 공시하였음(SBS Biz 2026.07.22). 용인 1기 공장은 총 31조원, 클린룸 2027.02 오픈 계획임(머니투데이 2026.02.25)
- 삼성전자는 2Q26 시설투자 16.8조원(DS 15.4조원)을 집행하였음. 평택 신규 공장 인프라와 테일러 공장 투자가 늘었음(머니투데이 2026.07.30). 평택 P5 2단계는 2026년 7월경 착공 예정으로 보도되었음(한국경제 2026.06.21)
- 포스코 광양 전기로(연 250만t)는 2026.06.17 준공하였음(머니투데이 2026.06.17). 현대제철은 2Q26 영업이익 577억원을 기록하였음. 현대제철은 인천공장 전기로·소형 압연 공장 폐쇄를 협의 중임(서울신문 2026.08.03, 아시아경제 2026.01.21)
- **매출 연결 근거와 한계** — 동사는 반도체 공장 공조·유틸리티(전력·용수·가스 설비) 제어 공급 이력을 공시하고 있음(FY2025 사업보고서 II-4-3). 반도체 고객의 신규 공장 클린룸·패키징 공장 건설은 2026~2027년에 집중되어 있음. 다만 동사 수주잔고 중 해당 고객·현장 물량은 공시되지 아니함. 이에 본 리포트는 고객 투자 확대를 「수주 기회의 확대」로만 서술하고 매출로 환산하지 아니함. 철강 고객은 신설보다 구조조정·개조 국면이 함께 진행 중임. 고객 실적 호조가 공급사 단가 상승으로 이어진다는 근거는 없음. 동사 시스템통합 반기 원가율(109.5%, 회사 제공)은 단가 압력 가능성을 배제하지 못함

그림8 주력 고객 투자 지표. (기준일 이전 공표분)

고객	지표	수치	출처(발표일)
SK하이닉스	2Q26 매출 / 영업이익	79.32조원 / 60.54조원	한경비즈니스 (2026.07.29)
SK하이닉스	2026년 투자	「40조원 후반 수준」	2Q26 컨퍼런스콜 (2026.07.29)
SK하이닉스	청주 M15X	2026.04 가동	충청타임즈 (2026.04.16)
SK하이닉스	청주 P&T7	약 19조원, 2026.04.22 착공	글로벌이코노믹 (2026.04.22)
SK하이닉스	용인 1기 공장	총 31조원, 클린룸 2027.02	머니투데이 (2026.02.25)
삼성전자	2Q26 시설투자	16.8조원 (DS 15.4조원)	머니투데이 (2026.07.30)
포스코	광양 전기로	연 250만t, 2026.06.17 준공	머니투데이 (2026.06.17)
현대제철	2Q26 영업이익	577억원, 인천 전기로 폐쇄 협의	서울신문 (2026.08.03)

자료: 각 출처, R-Advisory

(4) 산업 환경과 전망 — 동사 수익성을 좌우하는 변수

- 동사 실적을 좌우하는 산업 변수는 다섯 가지임. 반도체 설비투자, 철강 업황, 원/유로 환율, ESS(에너지저장장치) 시장, 배터리 금속 가격임
- 아래 전망은 모두 외부 기관의 발표이며, 동사 실적에 대한 당사 전망이 아님

그림9 산업 변수의 현재 상태와 2026년 이후 업계 전망. (기준일 이전 발표분)

변수	현재 상태	업계 전망 (기관 · 발표일 · 자료)	동사와의 연결
반도체 설비투자	1Q26 글로벌 장비 출하 365.5억달러, 전년 대비 +14%(SEMI, 2026.06.04). SK하이닉스 2026년 투자 「40조원 후반 수준」, 삼성전자 2Q26 시설투자 16.8조원	SEMI(2026.07.14, 연중 장비 전망): 2026년 장비 매출 1,659억달러(+23.2%), 2028년 2,295억달러. 한국은 2028년까지 3대 투자 지역 / WSTS(2026.06.02, 춘계 전망): 반도체 시장 2026년 +90%, 2027년 +27%	시스템통합 수주의 원천. 공시 수주잔고 약 540억원(2026.08.14)
철강 업황	세계 조강 생산 1~6월 931.5Mt(-0.7%). 한국 6월 5.3Mt(-0.9%)(worldsteel, 2026.07.23)	worldsteel(2026.04.14, Short Range Outlook): 세계 철강 수요 2026년 +0.3%, 2027년 +2.2%. 한국은 2027년 증가 전환. 하방 위험은 중동 분쟁과 무역 환경	철강 고객 제어 수요. 고객은 구조조정·전기로 전환 국면
원/유로 환율	유로 기준환율 2026.07.01 1,773.57원 → 2026.08.14 1,632.42원(ECB)	기관 전망 미수록	지멘스 계열 매입 상품의 원가. 1H26 상품매출 원가율 92.2%(회사 제공). 매입 통화는 공시되지 아니함
ESS 시장	2025년 글로벌 설치 112GW/307GWh(BNEF, 2026.05). 1H26 ESS용 배터리 출하 461.3GWh(+71%, SNE리서치)	BNEF(2026.05, Energy Storage Market Outlook 1H 2026): 2026년 158GW/459GWh(+41%) / Wood Mackenzie(2026.01.14): 2025년 106GW, 중국 의무 연계 폐지를 2026~2027년 장애 요인으로 제시	에너지 신사업(섹션 5~8)
배터리 금속 가격	탄산리튬 19.00달러/kg, 연초 대비 +113%. 코발트 메탈 26.20달러/lb, 연초 대비 +68% (CME, 2026.07.31)	기관 전망 미수록. 블랙매스(폐배터리를 분쇄한 금속 분말) 가격은 확인되지 아니함	관계기업 이삭화유리사이클 전처리 매출 (섹션 4)

자료: SEMI, WSTS, worldsteel, ECB, BNEF, Wood Mackenzie, SNE리서치(더팩트 2026.08.03 보도), CME Group, R-Advisory

* SEMI는 장비 매출, WSTS는 반도체 시장 매출 기준이라 두 성장률을 같은 지표로 비교하지 아니함. WSTS 성장률 대부분은 메모리 가격 상승에서 나옴. 두 기관 모두 하방 시나리오 수치는 공개하지 아니함

* ESS 2025년 설치량은 기관별로 106GW(Wood Mackenzie)와 112GW(BNEF)로 차이가 있음

- **현재 실적과의 연결** — 동사의 1H26 실적은 반도체 고객 투자 확대 초입과 철강 업황 정체가 함께 반영된 결과임. 반도체 쪽은 수주잔고 증가(약 540억원)와 같은 방향임. 철강 쪽은 고객의 구조조정 국면과 겹쳐 있음. 원/유로 환율은 상반기 중 높은 수준이었고, 7월 이후 원화 강세로 돌아섰음. 다만 동사 상품 매입의 통화 구성이 공시되지 아니하여 원가 영향은 수치로 연결하지 아니함

4. 자원순환 신사업

관계기업 반기 매출 75.1억원으로 전년 연간 초과, 동사의 대여·보증은 168.6억원으로 확대

> **마진노트** — 매출 성장은 실재, 손익은 회사 계획과 반대 방향 / 업황은 코발트·리튬 1분기 고점 이후 조정, 국내 제도는 2027.05 시행 확정

(1) 이삭화유리사이클 — 반기 공시 사실

- 이삭화유리사이클㈜는 폐전지 재활용 전처리(블랙매스[배터리 분쇄 중간원료]·블랙파우더) 업체임. 이삭화유리사이클㈜에는 손자회사 ㈜오성아이케이(지분 100%)가 포함됨. **동사 지분율은 2026.05.12 유상증자로 65.79%에서 50.00%로 낮아졌음. 이삭화유리사이클㈜는 주주간 계약상 의사결정 구조·이사회 선임권을 고려해 관계기업으로 유지됨**(주석 14). 회사 계획서는 주주 구성 완료 후 최종 지분을 40%로 기재함(회사 제공)

- 1H26 요약 경영성과(오성아이케이 포함)는 매출 75.1억원(1H25 0원), 영업손실 -6.2억원, 순손실 -9.4억원임. 2025년 연간은 매출 53.0억원, 영업손실 -5.9억원, 순손실 -10.5억원이었음
- 1H26말 자산은 214.9억원, 부채는 230.9억원, 자본은 -16.0억원(FY2025말 -9.0억원)임. 유동자산은 103.6억원에서 25.4억원으로 줄고, 비유동부채는 82.2억원에서 133.7억원으로 늘었음. 분해 내역은 공시되지 아니함
- 동사 장부금액은 0원이며(취득원가 5.0억원), 지분법손익은 1Q26 -4.5억원, 2Q26 +2.4억원으로 반기 -2.1억원임. 2분기 금액에는 지분 희석 간주처분이익 4.1억원이 포함됨(주석 14(3)). 장부금액이 0원인 상태에서 반영한 지분법 손실이 관계기업 장기대여금(순투자)에서 차감되었는지는 주석에 기재되지 아니함

그림10 이삭화유리사이클 요약 재무 (단위 : 억원)

구분	1H25	FY2025	1H26
매출액	0.0	53.0	75.1
영업손익	-1.1	-5.9	-6.2
순손익	-1.6	-10.5	-9.4
자본총계 (기말)	-	-9.0 [1]	-16.0
동사 지분율	65.79%	65.79%	50.00%

자료: FY2025 사업보고서·2026 반기보고서 연결주석 14, R-Advisory

* 내부거래 제거 전 금액

[1] FY2025 주석 14의 요약 재무상태는 -9.0억원, 지분법 산정 순자산은 -10.3억원으로 원문 내에서 상이함

(2) 동사의 재무적 부담 — 대여·보증 168.6억원

- 1H26말 관계기업 계열에 대한 동사의 장기대여금은 126.6억원(오성아이케이 90.0억원 + 이삭화유리사이클 36.6억원)임. 같은 시점 기타채권은 2.5억원, 오성아이케이 차입금 지급보증은 39.4억원(중금채 담보 11.0억원 포함)임. 이를 합한 채권·보증은 168.6억원임. 이는 연결 자본총계 286.2억원의 58.9%에 해당함(FY2025말 151.3억원, 43.7%)
- 동사는 상반기 중 오성아이케이에 31.0억원을 대여하고 16.0억원을 회수하였음. 관련 기타수익은 이삭화유리사이클 1.6억원, 오성아이케이 0.7억원임(주석 32)
- 특수관계자 매출채권·대여금 128.6억원 중 98.8%가 6개월 초과 구간임. 대여금 125.8억원에 대한 대손충당금은 0.5억원(설정률 0.40%)임(III-8). 회사는 관계사 장기대여금에 대해 매 기말 손상검토를 한다고 기재함
- 회사 계획서(2025.07)상 동사의 대여 집행 계획은 총 155.0억원임. 이 중 2026.08.10 15.0억원과 2026.09.15 15.0억원이 하반기 집행 예정분임(회사 제공). 기준일 현재 8월분 집행 여부는 공시로 확인되지 아니함

(3) 회사 계획 대비 진척 — 매출은 75% 페이스, 손익은 반대 방향

구분	회사 계획 FY2026	1H26 실적	판정
매출액	200.0억원	75.1억원 (연환산 150.1억원)	계획의 75% 페이스
순이익	+1.7억원	-9.4억원	계획과 반대 방향
처리능력	연 5,000t → 10,000t 확대 계획	처리량 미공시	확인 불가

자료: 회사 제공 이삭화유리사이클 사업계획(2025.07), 반기보고서 주석 14, R-Advisory

* 계획치는 감사·검토를 거치지 아니한 회사 내부 목표이며 전망치가 아님. 계획서 내 시트 간 FY2026 매출이 200.0억원과 190.5억원으로 다름

(4) 업황 — 기준일 이전 외부 근거

- **코발트** — 콩고민주공화국은 2025.10 수출금지를 쿼터제로 바꾸었음. 2026~2027년 연간 쿼터는 96,600t임(Ecofin Agency 2026.01.21). 수산화코발트(Co 30%, 중국 도착 운임·보험료 포함 가격)의 1~2월 평균 가격은 파운드당 25.44~25.80달러였음. 이는 전년 대비 약 4.4배 수준임(Fastmarkets 2026.04.01). 수산화코발트 가격은 4월 26.00~26.25달러에서 8.11 22.00~23.00달러로 하락하였음(Fastmarkets 2026.08.12)
- **리튬** — 중국 탄산리튬 선물은 2026.05.12 톤당 205,300위안으로 20만 위안을 넘었음(SMM 2026.05.12). 2026.08.12 탄산리튬 선물 가격은 149,700위안이었음(SMM 2026.08.12). 상반기 현물 월평균은 149,600~177,000위안 범위였음(SMM 2026.07.10)
- **교역** — 중국은 2025.08.01부터 국가표준(GB/T 45203-2024) 충족 블랙매스의 수입을 허용하였음. 해당 블랙매스는 고체폐기물이 아닌 원료로 분류됨(SMM 2025.06.18). 중국은 2026.01.01부터 블랙매스 수입관세를 최혜국 6.5%에서 잠정 3%로 인하하였음(Mysteel 2025.12.30)
- **국내 제도** — 「사용후 배터리의 관리 및 산업육성에 관한 법률」이 2026.05.26 공포되어 2027.05.27 시행됨. 동 법률은 이력관리·성능평가·안전검사 의무, 재제조·재사용·재활용 사업자 구분을 담음. 동 법률은 재생원료 인증제와 함유율 목표제도 담음(법률신문 2026.06.25). 정부는 사용후 배터리 발생량을 2023년 2,355개에서 2030년 107,500개로 전망하였음(뉴스핌 2026.05.20). 블랙매스 재활용 기준은 니켈 10% 이상에서 니켈·코발트 합산으로 바뀜. 관련 시범사업은 2026.06 시작됨(뉴스트리 2026.05.18)
- **원료(공정 스크랩)** — LG에너지솔루션의 2026년 상반기 평균 가동률은 52.8%(전년 47.6%)였음(아주경제 2026.08.13). 삼성SDI 소형전지 상반기 가동률은 73%(전년 동기 50%)였음(아시아경제 2026.08.14). SK온의 1Q26 가동률은 36.5%(전년 동기 43.6%)였음(아이뉴스24 2026.05.17)

(5) 선도업체 경로 대조

- **화유코발트(华友钴业)** — 화유코발트는 동사가 재활용 자회사와 합작으로 관계기업을 설립하였다고 보도된 그룹임(머니투데이 2025.07.24). 화유코발트의 2025년 매출은 810.19억 위안(+32.9%), 지배주주 순이익은 61.10억 위안(+47.1%)임. 화유코발트는 재활용 협력사로 BMW·폭스바겐·도요타·LG에너지솔루션을 기재함(2025년 연간보고서, 2026.04.08). 화유 재활용 자회사는 2026.03.12 현대차그룹과 MOU(양해각서)를 맺었음. MOU 내용은 인도네시아 공정 스크랩 전처리 협력임(코리아타임스 2026.03.12). **화유는 전처리 → 후처리 수직 구조를 인도네시아 등으로 넓히고 있음. 동사 관계기업과 화유 간 판매 조건은 공시되지 아니함**
- **G사(국내 코스닥 재활용사)** — G사의 2025년 실적은 매출 1,946억원·영업손실 546억원이었음(디지털투데이 2026.02.27). G사의 1Q26 실적은 매출 609억원(+82.5%)·영업손실 0.04억원으로 손익분기에 근접하였음. 전처리 스크랩 확보량은 월 1,600t, 연말 목표 2,600t임(CNews 2026.05.31)
- **Redwood Materials(미국)** — 이 업체는 북미 리튬이온 재활용의 약 90%(연 20GWh 이상)를 처리하는 업체임. Redwood Materials는 2026.04 사업 중심을 ESS(에너지저장장치, Redwood Energy)로 옮겼음. Redwood Materials는 같은 시기 인력 약 10%를 줄였음(electrive 2026.04.22). **이는 재활용 업체가 회수 배터리를 ESS 사업에 활용하는 선례임**
- 국내 경쟁 설비로 포스코HY클린메탈(블랙매스 연 약 1.2만t)과 에코프로CnG(약 3만t)가 있음(머니투데이 2026.03.15)

그림11 재활용 선도업체 경로 대조표 — 확인된 수치와 미확인 항목

경로	선도 사례의 핵심 수치	동사 관계기업 (1H26)	확인되지 아니함
전처리 → 후처리 수직 구조	화유 2025 매출 810억 위안, 한국·인니 전처리 확장	국내 전처리, 매출 75.1억원	화유향 판매 조건·단가 산식·물량
전처리 규모화 → 손익분기	G사 1Q26 매출 609억원, 영업손실 0.04억원	영업손실 -6.2억원	처리량(t)·가동률
재활용 → ESS	Redwood ESS 전환(2026.04)	계열사 이삭지이에스 LFP(리튬인산철) 팩, 매출 0.9억원	ESS 연계 계획의 수치

자료: 각 사 공시·보도, 반기보고서, R-Advisory

* 사업 구조의 대조이며 동사 가치에 대한 평가나 목표치가 아님

(6) 반대 근거 — 함께 읽어야 할 사실

- ① 관계기업은 전처리 단계에 있음. IEA(Global EV Outlook 2026, 부속서 C, 2026.05)는 전처리를 재활용 가운데 「가장 덜 복잡하고 가장 저렴한 단계」로 정의함. 금속 회수(후처리)의 부가가치는 후처리 사업자에 귀속됨
- ② 수산화코발트 가격은 4월 이후 하락하였음. 블랙파우더 판가는 코발트·니켈 함량과 시세에 연동되므로(회사 계획서 판가 산식) 하반기 판가에 불리한 방향임
- ③ SK온 가동률은 1Q26 36.5%로 낮아졌음. 공정 스크랩은 셀 생산량에 비례함
- ④ 관계기업 자본은 -16.0억원으로 음(-)의 폭이 커졌고, 동사 대여는 늘었음. 판매 계약 조건·처리량·가동률은 공시되지 아니함
- 이에 따라 본 리포트는 자원순환 사업을 「매출이 커지는 초기 사업」으로 서술함. 손익 기여와 대여금 회수 가능성은 확인 전 단계로 분류함

(7) 이삭지이에스(70%)

- 이삭지이에스는 이차전지·배터리팩 개발·제조·유통 자회사임. 1H26 매출은 0.9억원, 영업손실은 -3.7억원, 자본은 -4.4억원(FY2025말 -0.7억원)임. 1H26 영업현금흐름은 -3.1억원이며, 차입 등 재무활동으로 2.8억원을 조달하였음(주석 13). 회사 제공 CRM상 2023~2025년 이삭지이에스 담당 수주는 0건임

5. 에너지 신사업

정관에 신재생·발전 등 7개 사업목적 추가, 국내외 풍력·태양광 프로젝트 발굴 중 — 기준일 현재 매출 0원

> **마진노트** — 공시 「전담팀 구성, 년 내 첫 계약 가능」·「년 내 사업권 확보 및 EPC(설계·조달·시공 일괄 수행) 참여 목표」 / 기존 ESS 관련 공급 이력 15건 20.8억원(2014~2022, 회사 제공) / 첫 계약이 유일한 검증점

(1) 공시 사실 — 반기보고서 I-5 정관 변경

- 동사는 2026.05.31 임시주주총회에서 사업다각화 목적으로 7개 사업목적을 추가하였음. 회사는 「본 보고서 제출일 현재 주된 사업에 미치는 영향은 없다」고 기재함
- 신재생(제10호)의 진출 목적은 「국내외 풍력 및 태양광 발전 관련 사업 진출을 통해 보유한 전기제어 및 AX기술을 신사업에 확장 적용」하는 것임. 회사는 「현재 국내외 풍력 및 태양광 발전 프로젝트를 발굴하고 있는 중이며, 년 내에 사업권 확보 및 관련 EPC 참여를 목표」로 한다고 기재함. 사업 단계는 발굴·개발 → 시공(EPC, 설계·조달·시공 일괄) → O&M임. 회사는 발굴·개발 단계까지는 자체 자금, 이후는 파이낸싱으로 조달할 계획임(I-5)

그림12 추가 사업목적과 회사 기재 현황

호	사업목적	추진 단계 (회사 기재)	기존 사업과의 연관성 (회사 기재)
10	신재생에너지 관련사업 일체	전담팀 구성, 「년 내 첫 계약 가능」, 풍력·태양광 프로젝트 발굴	전기 제어 기반 자동화 기술 + AX 기술을 신재생 ICT(정보통신기술) 솔루션에 적용
11	전력자원의 개발 및 공급	시장탐색	전기제어·ICT 기술 적용 가능
12	발전 및 전기판매업	시장탐색	동상
13	발전설비 제조 및 판매업	시장탐색 (조달·공급 목표)	ESCO(에너지절약전문기업) 사업의 변압기·인버터 조달 경험
14	토목건축공사업	시장탐색	직접적인 연관성 없음
15	전기관련 제품·전기통신기기재료 제조·판매업	시장탐색 (조달·공급 목표)	ESCO 사업의 기자재 조달 경험
16	발전소 운영 및 유지보수업	시장탐색	직접적인 연관성 없음

자료: 반기보고서 I-5, R-Advisory

- 자금은 「초기 자체자금, 이후 파이낸싱」으로 기재되었고, 투자 금액·전담팀 인원은 공시되지 아니함. 회사가 기재한 위험은 REC(신재생에너지 공급인증서)·SMP(전력도매가격) 가격 변동과 정책 변경임. 회사는 이 외에 PF(프로젝트 파이낸싱) 불확실성, 관세·수출규제에 따른 공급망 재편 등을 위험으로 기재함

(2) 기존 역량 — 전력변환·제어 공급 이력 (회사 제공)

- 회사 제공 실적 목록상 동사는 ESS·신재생용 PCS(전력변환장치)·EMS(에너지관리시스템)·PMS(전력관리시스템) 등을 공급하였음. 수행 실적은 15건(풍력 PCS 1건 포함), 계약 합계 약 20.8억원임. 이 중 ESS 관련은 14건 약 16.4억원임(프로젝트 코드 기준 2014~2022년). 실적에는 한국전력 28MW급 BESS(배터리 에너지저장장치) 실증 중 PCS 4MW 공급(4.2억원)이 포함됨
- 실적은 전력변환·제어 부분 공급이 중심이며 BESS 전체 EPC 실적은 목록에 없음. 2019~2021년과 2023년 이후 실적은 기재되어 있지 아니함
- 회사는 C&I(상업·산업용)급 BESS(125kW/256kWh, 2시간)의 KC(국가통합인증) 인증을 취득하였다고 밝힘. 취득 시점은 2026년 7월임(회사 제공). 인증서 원본과 보유 법인은 확인되지 아니함
- 종속기업 이삭그리디언(90%)은 전력기기 예방진단·전기판넬 사업을 하며 1H26 매출 28.9억원, 영업손실 -2.0억원임. 2026년 중 제3자 유상증자(1.1억원)로 지분율이 100%에서 90%로 낮아졌고 인수자는 공시되지 아니함(주석 13). 공시 초고압예방진단 솔루션 매출은 1H26 4.2억원임

(3) 시장 — 기준일 이전 외부 근거

- **글로벌** — 2026년 상반기 글로벌 ESS용 배터리 출하는 461.3GWh(+71%)였고 중국 외 지역 비중이 56%로 처음 과반이었음. CATL이 27.1%로 1위임(CnEVPost 2026.08.04). 상반기 BESS 설치는 125.8GWh(+27%)였음(Energy-Storage.News 2026.07.15)
- **국내** — 회사는 국내 신재생에너지 설비용량 전망을 인용함. 인용 전망은 2025년 44.59GW에서 2031년 82.11GW로 연평균 10.72% 증가임(I-5). 정부는 2030년 재생에너지 100GW 조기 달성을 목표로 제시하였음. 계획상 태양광은 2025년 30.8GW에서 2030년 87GW로, 풍력은 2.5GW에서 9GW로 늘어남(아주경제 2026.07.14). 제11차 전력수급기본계획은 2038년 저장장치 23GW를 제시하였음. 같은 계획의 재생에너지 설비 목표치는 121.9GW임(전기신문 2025.02.21, 에너지경제 2025.04.03). 2026년 「AI 활용 ESS 구축지원 사업」(예산 1,171억원)으로 배전망 ESS 9개사·32개 선로(약 128MW)가 선정되었음. 정부는 2030년까지 배전망 ESS 약 700MW를 구축할 계획임(머니투데이 2026.07.10). 동사는 선정 사업자에 포함되지 아니함

- ESS 중앙계약시장 1·2차는 국내 셀 3사가 낙찰하였음(아이뉴스24 2026.02.12). 중국산 셀·시스템을 쓰는 사업자의 국내 주 시장은 C&I·배전망 영역으로 판단됨. **다만 2026년 C&I ESS에 대한 국비 지원·REC 가중치 등 정책 수요 근거는 기준일 이전 자료로 확인되지 아니함**
- **해외** — 필리핀은 10MW 이상 신규 변동성 재생에너지 발전소에 ESS 설치를 의무화하였음. 의무 규모는 설비용량의 20% 이상임(pv magazine 2026.02.27). 베트남 개정 전력개발계획(PDP8)은 2030년 BESS 10,000~16,300MW를 제시함(Vietnam Briefing 2025.04.17). 루마니아에서는 고도 개발 단계 BESS 143건·9,147MW가 진행 중임(Romania Insider 2026.07.21)

(4) 선도업체 경로 대조

- **Fluence Energy(BESS 통합)** — Fluence의 FY2026 3분기(2026.04~06) 매출은 6.5억달러임. 같은 분기 미국 회계기준(GAAP) 매출총이익률은 5.1%(전년 14.8%)였음. 수주잔고는 64억달러(사상 최대)였음. Fluence는 셀 조달 관련 비용으로 연간 가이던스를 낮추었음(Fluence IR 2026.08.05). **이는 통합 사업의 경우 수주 규모가 커도 마진이 낮을 수 있고, 셀 조달이 핵심 위험임을 보여 줌**
- **한화솔루션(개발 → EPC → 매각)** — 한화솔루션의 2Q26 신재생에너지 부문 매출은 2.48조원, 영업이익은 1,664억원임. 실적 요인은 모듈 판가 상승과 발전 개발자산 매각이었음(머니투데이 2026.07.29). 한화솔루션은 미국 Atlas Energy Park의 EPC를 수주하였음. 해당 프로젝트 규모는 태양광 2.8GW + ESS 5.7GWh임(아시아투데이 2026.07.10)
- **LS일렉트릭(전력기기 → 배전·ESS)** — LS일렉트릭의 2Q26 매출은 1.577조원, 영업이익은 1,785억원임. 수주잔고는 약 7조원임(디일렉 2026.07.23). ESS 부문 매출은 별도로 확인되지 아니함

그림13 에너지 사업 선도업체 경로 대조표 — 확인된 수치와 미확인 항목

경로	선도 사례의 핵심 수치	동사 (기준일)	확인되지 아니함
BESS 시스템 통합	Fluence 잔고 64억달러, 매출총이익률 5.1%	C&I BESS KC 인증(회사 제공), 매출 0원	판매 실적·조달 계약
신재생 개발·EPC	한화 신재생 2Q26 영업이익 1,664억원	정관 추가, 전담팀 구성	첫 계약·투자 금액·인원
전력기기·제어 → 배전·ESS	LS일렉트릭 수주잔고 약 7조원	PCS·EMS·PMS 공급 15건 20.8억원(2014~2022)	최근 실적·수행 법인

자료: 각 사 공시·보도, 반기보고서, 회사 제공 자료, R-Advisory

* 사업 구조의 대조이며 동사 가치에 대한 평가나 목표치가 아님

- 이에 따라 본 리포트는 에너지 사업을 「정관과 조직이 갖추어진 착수 단계」로 서술함. 첫 계약 체결 여부는 3분기 이후 확인할 1차 지표로 둠

6. 에너지전문기업 역량 확보와 중장기 계획

2030년 폐배터리 물량 확대가 매출로 이어지기 전까지의 중기 사업계획 — 실행을 앞둔 계약 3건(약 1,180억~1,580억원, 계약 전)

> **마진노트** — 기준일 현재 확보 역량 6종 / 회사 제시 목표 2026년 800억원 이상 → 2027~2029년 1,500억원 → 2030년 이후 3,000억원(전망치 아님) / 실행을 앞둔 계약 3건 약 1,180억~1,580억원(계약 전, 수주잔고 아님) / 성립 조건 8개 중 기준일 현재 충족 0개

자료 범위 : 본 섹션은 기준일(2026.08.14) 이후 회사가 제시한 계획을 포함함. 해당 자료는 2026.09.15 대표이사 인터뷰와 2026.09.29 회사 REP(재생에너지 플랫폼) 사업소개임. 「회사 제시」 표기 수치는 목표·계획이며 실적이나 당사 전망이 아님. 또한 회사 회신(2026.10.01·10.07)의 실행을 앞둔 계약 금액·시점을 포함함. 이 수치는 전부 계약 전 회사 기재 수치로서 수주잔고가 아님

(1) 기준일 현재 확보된 역량 — 공시·회사 제공 사실

- 동사의 에너지 사업 역량은 신규 구축분이 아니라 기존 제어·전력 엔지니어링과 계열사 사업에서 형성된 것임. 기준일 이전 사실로 확인되는 역량은 아래 6종임

그림14 에너지 사업 역량 인벤토리 (기준일 현재)

역량	확인된 사실	출처
전력변환·제어 공급	ESS·신재생용 PCS·EMS·PMS 15건, 계약 합계 약 20.8억원(2014~2022). 한국전력 28MW급 BESS 실증 중 PCS 4MW 공급	회사 제공 실적 목록
대형 설비 제어 수행 실적	반도체 공장 공조·유틸리티 제어, 철강 연주공정 제어 공급 이력. 이행보증 보증처 SK하이닉스 등	사업보고서 II-4-3, 반기 주석 31
전력기기 진단·판넬	종속기업 이삭그리디언(90%) — 변전소 예방진단·전기판넬, 1H26 매출 28.9억원. 초고압예방진단 솔루션 매출 4.2억원	반기보고서 주석 13, II-4-1
BESS 제품 인증	C&I급 BESS 125kW/256kWh(2시간) KC 인증 2026.07 취득	회사 제공(인증서 원본 미확인)
배터리 순환 원료	관계기업 이삭화유리사이클 전처리 매출 75.1억원(1H26), 인허가 4종(일반·지정폐기물 종합재활용업 등)	반기 주석 14, 회사 계획서
조직·정관	신재생·발전·전기판매·발전설비·토목건축·전기재료·O&M 7개 사업목적 추가(2026.05.31), 신재생 전담팀 구성	반기보고서 I-5

자료: 2026 반기보고서, FY2025 사업보고서, 회사 제공 자료, R-Advisory

- 반면 기준일 현재 **에너지 사업 매출은 0원이고, 계약 체결은 공시되지 아니함.** 전담팀 인원과 투자 금액도 공시되지 아니함(I-5)

(2) 회사 제시 사업 재편 — 2026.09 진술·자료 기준

- 대표이사는 회사를 에너지 전문기업으로 전환(피보팅)한다고 밝히고, 사업을 두 부문으로 줄인다고 진술함. ① 부문은 AI 기반 자동화(OT에 AI 기능·구독을 더한 기존 제어 사업)임. ② 부문은 REP임(2026.09.15 대표이사 인터뷰)
- REP는 태양광·풍력·BESS 프로젝트의 발굴·개발 → 금융조달 → 인허가 → EPC → 전력·제어·ICT 통합 → O&M을 묶는 사업임. 회사는 자신의 역할을 「Project Orchestrator & Tech Integrator」로 규정함. 회사는 BESS를 REP 사업의 한 품목으로 규정함(회사 REP 사업소개 2026.09.29)
- 회사가 진술한 재편 내용에는 DS 사업 중단·양도와 DX 일부 정리가 포함됨(Real Time DB 사업은 외부 이관 계약 체결 진술). 회사는 잔여 인력 12명으로 AX Lab을 구성하고, 핵심 계열을 이삭그리디언·이삭화유리사이클 2사로 정리한다고 진술함. 인력은 160명에서 120명으로 줄인다고 진술함(시점 진술이 「상반기」와 「연말」로 엇갈림)
- DS 중단 방침은 회사 IR 자료(「IR 2026 리빌딩」, PDF 작성일 2026.08.19)에도 기재되어 있음. 해당 자료의 기재 문구는 「AVEVA, DS 사업 [중단]」임. 다만 같은 자료는 이삭그리디언·이삭화유리사이클을 투자주식 현금화 대상으로도 기재함. 이 기재는 인터뷰의 「핵심 계열」 규정과 상충함. 따라서 본 리포트는 확인 전까지 계열 재편 방향을 확정 사실로 쓰지 아니함

(3) 중장기 단계 계획 — 2030년 이전 중기 사업계획(1단계)과 리유즈(사용후 배터리 재사용) ESS(2단계)

- **계획의 성격** — 회사 계획의 최종 단계는 2단계(2030년 이후) 리유즈 배터리 ESS 사업임. 국내 사용후 배터리 발생량은 2028년 약 3.7만 개, 2030년 약 6만 개로 재산정됨(기후에너지환경부, 서울신문 2026.06.25). 재사용 사업은 2027.05.27 사용후 배터리법 시행 후 등록·안전검사 체계를 적용받음. 폐배터리 물량 증가가 매출로 이어지기까지는 시차가 있음. 회사는 그 전까지의 구간을 **1단계(2026~2029) REP 사업**으로 설정함. **1단계는 신품 BESS·태양광 EPC로 통합 실적과 판로를 확보하는 중기 사업계획**임(회사 설명, 2026.10.07)

그림15 회사 제시 중장기 계획과 기준일 현재 사실

구간	사업 내용 (회사 제시)	회사 제시 목표	기준일 현재 확인 사실
2026년	DS 정리, REP 착수, C&I BESS 판매	전사 매출 800억원 이상 (2026.10.07 제시. 2026.09.15 인터뷰 700억원에서 상향)	1H26 연결 매출 325.4억원, 에너지 매출 0원
2026~2029년 (1단계, 중기 사업계획)	태양광·풍력 EPC가 매출 주축. 국내 태양광·육상풍력·BESS Farm(대규모 BESS 단지)·PV(태양광 발전)+BESS 개발·EPC, 해상풍력 유지보수·부품, C&I BESS 판매 / 해외(필리핀·베트남·키르기스스탄·루마니아) 태양광·BESS 개발·EPC 참여	2027~2029년 매출 1,500억원, 마진 15% (OT 약 300억원 + 에너지 플랫폼 700억원 이상)	계약 체결 공시 없음. 신재생 첫 계약 목표 「년 내」(I-5)
2030년 이후 (2단계)	이삭화유리사이클이 판정한 리유즈 배터리를 독점 매입해 국내 BESS Farm·PV+BESS에 투입	매출 3,000억원 (리유즈 배터리 ESS 연 1,500억원 추가), 인원 100명 이하	사용후 배터리법 2027.05.27 시행(재사용업 등록·안전검사). 동사 재사용 사업 공시 없음

자료: 2026.09.15 대표이사 인터뷰, 회사 REP 사업소개(2026.09.29), 회사 회신(2026.10.01·10.07), 2026 반기보고서, R-Advisory

* 회사 제시 목표는 감사·검토 대상이 아니며 당사가 검증하거나 전망으로 채택한 수치가 아님. 리유즈 ESS 원가 50~60% 절감은 회사 진술이며 외부 근거가 확인되지 아니함

- 회사가 기재한 2026~2027년 파이프라인 중 해외분은 필리핀 500MW 이상과 베트남 100MW임. 베트남 100MW는 PV(태양광 발전)+BESS·연안 풍력으로 구성됨. 키르기스스탄 400MW 이상(PV+BESS)과 루마니아 BESS Farm 336MW/672MWh(저장용량 단위)도 해외분에 포함됨. 국내분은 육상풍력 90MW·태양광 100MW·BESS Farm 200MWh 이상임. 파이프라인 합계는 약 2,000억원임(회사 REP 사업소개 2026.09.29, 회사 회신 2026.10.01). **전량 계약 전 단계이며 수주잔고가 아님**
- 이 중 회사가 2026년 안에 계약을 예정한 건은 3건임

그림16 실행을 앞둔 계약 3건 (회사 기재, 계약 전)

프로젝트	범위	금액 (회사 기재)	예상 시점	3자 MOU와의 관계
베트남 태양광 50MW	EPC	380억원	2026.10 말	MOU 대상 지역 아님
키르기스스탄 태양광 350MW (PV+BESS)	EPC 하도급 (원청 NEPC3)	600억원	2026.11	MOU 대상(PV·풍력 연계 BESS)
루마니아 BESS Farm 336MW/672MWh	EPC 하도급 (원청 NEPC3) — EMS·SCADA(원격 감시·제어 시스템)·전력·제어·ICT 통합	약 200억~600억원 (중국산 PCS 사용 가능 시 약 200억원, 불가 시 약 600억원)	2026.12	MOU 대상 336MW BESS와 일치
합계		약 1,180억~1,580억원		3자 협력 대상 2건 약 800억~1,200억원

자료: 회사 회신(2026.10.01·10.07), 3자 MOU 문안, R-Advisory

* 전부 계약 전 회사 기재 수치이며 수주잔고·전망치가 아님. 키르기스스탄 용량은 같은 회신 메일 본문의 「144MW 기계약분(NEPC3) + 추가 300MW」와 표기가 달라 회사 문서 입력(350MW)을 채택함. 필리핀 500MW 이상은 범위·금액·시점 미기재로 파이프라인에만 포함

- 3건 합계 하단(1,180억원)은 기준일 공시 수주잔고 약 540억원의 2.2배임. 3건 합계 상단(1,580억원)은 1H26 연결 매출 325.4억원의 4.9배임. 계약 3건의 매출은 공사 진행률에 따라 인식되므로, **계약 연도와 매출 인식 연도가 다를 수 있음**
- 키르기스스탄·루마니아는 NEPC3 원청 EPC의 하도급이므로 동사 매출은 하도급 공종 범위로 한정됨. 하도급 공종·비율·발주처와 루마니아 중국산 PCS 허용 여부의 결정 주체·시점은 제시되지 아니함

- 조달 구조는 C&I급 BESS를 화유에너지·상하이전기에서, 유틸리티급(1MW/4MWh 이상)을 CATL에서 공급받는 것으로 회사가 기재함. CATL·NEPC3(중국에너지건설그룹 동북전력 제3공정)와의 3자 MOU는 NEPC3만 서명한 상태이며, 2026.10.12 체결 예정임. MOU 대상국은 필리핀·루마니아·불가리아·키르기스스탄임(섹션 8)
- 자회사 이삭그리디언에 대해 대표이사는 한국전력 예방진단 등록(등록시험 4회차 응시 중) 시 연 150억원 규모를 제시함. 1H26 이삭그리디언 매출은 28.9억원, 영업손실 -2.0억원임
- 대표이사는 성장 자금 마련을 위해 유상증자를 하고 최대주주 지분을 40~45%로 낮추는 방침을 진술함(시점 2027년 상반기 거론). 전환사채 전환(최대 18.09%)과 합산한 희석 규모는 시점·가격이 정해지지 아니하여 산출하지 아니함

(4) 선도업체 경로에 비춘 계획의 위치

- 회사가 제시한 1단계 모델(개발·EPC·통합)은 한화솔루션과 Fluence 경로의 요소를 함께 담고 있음. 한화솔루션의 경로는 「개발 → EPC → 자산 매각」이고, Fluence의 경로는 「BESS 시스템 통합」임(섹션 5(4))
- 선도 사례에서 확인되는 점은 두 가지임. ① 통합 사업은 수주 규모가 커도 마진이 낮을 수 있음(Fluence FY2026 3분기 매출총이익률 5.1%, 수주잔고 64억달러). ② 개발형 수익은 자산 매각 시점에 집중됨(한화솔루션 2Q26 신재생 부문 이익에 발전개발자산 매각 기여). 회사가 제시한 마진 15%는 이 두 경로 중 어느 쪽 비중이 큰지에 따라 달라짐. 회사는 사업별 마진 구성을 제시하지 아니함
- 2단계(리유즈 배터리 ESS)는 Redwood Materials의 경로와 같은 방향임(섹션 4(5)). Redwood Materials는 2026.04 재활용에서 ESS로 사업 중심을 옮김. 국내에서는 재사용 사업이 2027.05.27부터 등록·검사 체계를 적용받음. 따라서 판정·공급 주체인 이삭화유리사이클의 재사용업 등록 여부가 선결 조건임

(5) 계획의 성립 조건과 미확인 수치

그림17 에너지전문기업 전환의 성립 조건 — 기준일 현재 상태

#	성립 조건	기준일 현재 상태	확인처
①	첫 EPC·공급 계약 체결	미체결. 회사는 베트남(2026.10 말)·키르기스스탄(11월)·루마니아(12월) 3건 계약을 제시(계약 전)	단일판매·공급계약 공시
②	프로젝트 금융조달 구조	개발단계 자체자금, 이후 파이낸싱 계획. 금액 미공시. 1H26말 현금 100.0억원·부채비율 172.0%	투자 결정 공시·주석
③	전담 인력 규모	미공시. 동시에 전사 인력 축소 진행(회사 진술)	사업보고서 직원 현황
④	EPC 수행 자격·실적	전력변환 부분 공급 실적만 확인. BESS 전체 EPC 실적 없음. 해외 2건은 NEPC3 원청·동사 하도급 구조. 토목건축은 회사가 「기존 사업과 연관성 없음」으로 기재	수주 공시·실적 목록
⑤	기자재 조달 계약	조달처 기재(화유에너지·상하이전기·CATL), 계약 조건 미확인. 3자 MOU는 비구속·비독점(섹션 8)	회사 자료
⑥	국내 판로 근거	ESS 중앙계약시장 1·2차는 국산 셀 낙찰. 한전 「ESS 설치조건부 태양광 접속」(2026.05.13 시행)으로 포화 지역 PV+BESS 접속 근거 확보(섹션 7(5)). 기준일 이후 정부 대책(2026.09.30)으로 배전망 ESS 근거 추가. C&I ESS 직접 지원 근거는 확인되지 아니함	정부 공고
⑦	리유즈 배터리 공급	이삭화유리사이클 주주구성이 공시(동사 50%)·계획서(40%)·대표이사 진술(화유 24%)로 상충, 재사용업 등록 전	관계기업 주석·등록
⑧	자본 확충	유상증자 방침(진술), 전환사채 전환청구기간 2026.09.01 개시	증권신고서·주요사항보고서

자료: R-Advisory

- 위 8개 조건 중 기준일 현재 충족된 것은 없음. 본 리포트는 에너지전문기업 전환을 **「정관·조직·제품 인증·공급 이력이 갖추어진 착수 단계」**로 규정함. 본 리포트는 회사 제시 목표(2026년 800억원 이상·1,500억원·3,000억원)를 조건 ①·②가 공시로 확인된 뒤에 검증 대상으로 삼음. 그림16의 3건이 체결되면 조건 ①이 충족됨

- 하반기 확인 지표에는 V10(신재생 관련 계약 체결)을 두었음. 계약 체결 시에는 계약금액·상대방·기간·마진 구조 공개 여부를 함께 확인함(섹션 11). 정책 근거와 매출 경로는 섹션 7, CATL 협력은 섹션 8에 정리함

7. ESS 사업의 매출 연결 경로

정부 「전력망 혁신대책」(2026.09.30)이 ESS를 전력망 접속 확대의 수단으로 지정 — 동사 매출로 이어지는 경로는 4개, 기준일 현재 매출로 실현된 경로는 없음

> **마진노트** — 한전 ESS 설치조건부 태양광 접속 2026.05.13 시행(08~15시 충전·15시~익일 08시 송전) / 정책 수치 — 배전망 ESS로 포화지역 태양광 +3GW 추가 접속, 변전소·송전망 비증설 대안 ESS 4.2GW(2030) / 동사 매출 경로 4개(C&I BESS 판매·배전망 ESS 공급·국내 PV+BESS 개발·EPC·해외 BESS 개발) / 정책 문서에 동사 언급 없음, 1H26 에너지 매출 0원

자료 범위 : 본 섹션은 기준일(2026.08.14) 이후 발표된 기후에너지환경부 「'30년 재생에너지 100GW 수용을 위한 전력망 혁신대책」(2026.09.30)과 회사 제시 계획(2026.09)을 포함함. 정책은 시장 여건의 근거이며 **동사 매출이 확보되었다는 근거가 아님.** +3GW는 태양광 추가 접속량, 4.2GW는 ESS 설치 용량으로 서로 다른 단위이므로 합산하지 아니함

(1) 정책이 만든 ESS 수요 — 원문 수치

- 정부는 2030년 재생에너지 100GW 이상 수용을 목표로 제시함. 정부는 수용의 제약 요인을 망 부족이 아니라 운영 방식으로 진단하였음. 정격용량(피크) 기준 접속 판정으로 태양광 전용 배전선로 이용률은 약 15%에 그침. 선착순 무상 배분으로 접속권을 받은 뒤 지연되는 사업이 망 용량을 점유하고 있음. 변전소 건설에는 6년, 345kV 송전망 건설에는 9년 이상이 걸린다고 진단함. 호남 재생에너지 허가물량은 58.6GW이고 신규 진입 가능 시점은 2034년 이후로 제시됨(정책 원문 2~3쪽)
- 정부 해법의 중심은 **망을 새로 짓는 대신 ESS로 기존 망의 이용률을 올리는 것**임. 9대 과제 중 4개가 ESS를 직접 요구하거나 ESS 설치를 접속 허용 조건으로 둠

그림18 전력망 혁신대책의 ESS 관련 과제 (2026.09.30)

과제	내용	정책 수치	일정	ESS 수요의 성격
② 출력기준 유연접속	ESS·출력상한으로 허용치 이내 발전 시 초과 설치 허용	배전선로 접속 설비용량 2~3배(최대 6배)	실증 2026.9~, 단계적 확대 2027 상반기	발전사업자의 **PV+BESS 병설**
③ 배전망 ESS	154kV 변전소–22.9kV 배전선로에 ESS, 낮 충전·밤 방전, **VPP(가상발전소)가 설치·운영**	ESS 4MW로 재생에너지 5.7MW 추가 (예시), 2030년까지 포화지역 태양광 +3GW	2차 공모 2026 하반기, VPP 운영 2027.1분기	배전망 ESS **공모 사업**
④ 비증설 대안 (NWA)	포화 변전소 41곳 보강 ESS + 송전망 보강 (VPL) ESS	변전소 1.6GW + 송전망 2.6GW = ESS 4.2GW	12차 전력수급기본계획 반영 등	**계통(송·배전 전력망)용 대형 ESS**
계통관리변전소 해제	확보용량 배분공고 → 기존 사업자 신청·검토 → 신규 접수	호남 계통포화 2027.1 해소, 포화 변전소 41곳 해소	배분공고 2026.10~, 신규 접수 2027.1~	국내 신규 PV·BESS **개발 여건**
⑤ 허수·지연사업 정비	환경영향평가·고정가 계약 기한 미충족 사업 진입시기 조정	호남 해상풍력 15.8GW 중 약 10GW 시기 조정	물량 정비 2026.4분기	허가 후 지연 사업의 **접속권 조정 위험**

자료: 기후에너지환경부(2026.09.30), R-Advisory

* 정책 전체의 수용량 개선 목표는 송전단 119GW → 171GW, 배전단 84GW → 110GW(2030)임. 동사는 정책 문서에 언급되지 아니함

- 기준일 이전 자료로는 「C&I ESS에 대한 정책 수요 근거가 확인되지 아니함」(섹션 5(3))이었음. 이번 대책으로 **배전망 ESS(③)와 발전사업자 병설 ESS(②)의 정책 근거는 생겼음.** 다만 **C&I ESS를 직접 지원하는 과제는 원문에 없음**

(2) 동사 매출로 이어지는 경로 — 경로별 계정·선결 조건

그림19 ESS 사업의 매출 연결 경로

경로	정책·시장 근거	동사 역할 (회사 제시)	매출 계정·인식 방식	선결 조건	기준일 현재
A. C&I BESS 판매	직접 정책 근거 없음. 자가용 수요(피크 저감 등)는 민간 수요	125kW/256kWh KC 인증 제품 수입·판매·구축. 조달 화유에너지·상하이전기	상품매출(인도 시점), 설치분은 공사수익	판매 실적, 조달 계약 조건, 인증 보유 법인	인증 2026.07(회사 제공), 매출 0원
B. 배전망 ESS 공급	과제 ③ — 2차 공모 2026 하반기, 포화지역 태양광 +3GW	동사는 VPP 사업자가 아님 → 선정 VPP에 대한 ESS·PCS·EMS 공급 또는 시공이 가능한 경로	상품매출 또는 시스템통합 (진행기준)	2차 공모 선정 사업자와의 공급 계약 또는 직접 참여	1차 선정 9개사에 미포함, 2차 참여 공시 없음
C. 국내 PV+BESS·BESS Farm 개발·EPC	한전 ESS 설치조건부 태양광 접속(2026.05.13 시행, 본 섹션 (5)), 과제 ②, 계통관리변전소 해제(신규 접수 2027.1~)	개발·EPC·통합·O&M. 회사 표준 단위 「1MW PV + 4MWh BESS」 반복(회사 진술). 파이프라인 태양광 100MW 이상·육상풍력 90MW 이상·BESS Farm 200MWh 이상(계약 전)	시스템통합(진행기준), O&M은 유지보수. 개발자산 매각 시 회계처리 방식 미정	사업권·접속 확보, 프로젝트 금융조달	계약 체결 공시 없음
D. 해외 BESS·PV+BESS 개발	필리핀 20% ESS 의무, 베트남 PDP8 BESS 10,000~16,300MW, 루마니아 9,147MW 개발 중 (섹션 5(3))	3자 MOU(섹션 8) — 필리핀·루마니아·불가리아·키르기스스탄 BESS 발굴·개발 주도. 키르기스스탄·루마니아는 NEPC3 원청 EPC의 하도급, 시스템은 CATL(회사 설명)	하도급 공사수익 (진행기준) — 키르기스스탄 600억원, 루마니아 약 200억~600억원(회사 기재, 계약 전)	MOU 서명, 하도급 계약 체결	MOU NEPC3 서명, 동사·CATL 서명 전
(참고) 계통용 ESS	과제 ④ — ESS 4.2GW	회사 계획에 언급 없음	—	—	시장 규모 근거로만 사용

자료: 기후에너지환경부(2026.09.30), 회사 REP 사업소개(2026.09.29), 2026.09.15 대표이사 인터뷰, 반기보고서, R-Advisory

* 회사 제시 파이프라인은 수주잔고가 아니며, 협상 중 개별 계약의 예상 금액·시점은 기재하지 아니함

- 경로 A는 이미 갖춘 인증으로 바로 시작할 수 있으나 정책 근거가 가장 약함. 경로 B·C는 정책 근거가 가장 직접적이나 동사가 공모 사업자·사업권 보유자로 확인된 이력이 없음. 경로 D는 3자 MOU로 대상 프로젝트가 특정되었음. 다만 경로 D에서 동사 역할은 개발 중심이며 매출 귀속 범위는 본계약에서 정해짐(섹션 8). 3자 MOU 대상국에 한국은 없음

(3) 매출 인식 구조 — 같은 1MWh라도 계약 구조에 따라 매출과 이익률이 달라짐

- **경로별 계정 귀속** — 동사의 기존 매출 유형은 상품매출, 시스템통합·기술용역(진행기준), 유지보수로 나뉨. 경로 A는 상품매출에 귀속됨. 경로 B~D의 통합·시공분은 시스템통합에, 준공 후 운영분은 유지보수에 귀속됨
- **상품형 경로의 원가율** — 1H26 상품매출 원가율은 92.2%(상품매출 147.7억원, 회사 제공 별도 총계정원장)였음(섹션 2(2)). BESS 시스템 통합 선도업체 Fluence의 FY2026 3분기 매출총이익률도 5.1%였음(섹션 5(4)). **완제품 조달·재판매 비중이 클수록 매출은 커지고 이익률은 낮아지는 구조임**
- **본인·대리인 판단(K-IFRS 1115 — 고객과의 계약 수익 기준서)** — 매출 인식 방식은 계약 구조에 따라 두 가지로 나뉨. 배터리·시스템을 동사가 매입해 발주처에 공급하면 총액으로 매출을 인식함. 발주처가 셀·시스템 공급사와 직접 계약하면 동사 매출은 통합 범위(EMS·전력·제어·ICT)로 한정됨. 같은 프로젝트에서 **매출 규모와 이익률이 반대 방향으로 움직이므로**, 회사 제시 매출 목표(섹션 6)를 검증하려면 계약 구조 공개가 필요함
- **진행기준 경로의 위험** — EPC·통합 매출은 진행률로 인식되어 계약자산(청구 전 공사수익)과 총계약원가 추정에 손익이 민감함. 1H26 시스템통합 추정변경 당기영향은 -1.2억원이었음(섹션 2(2)). 수주에서 매출 인식까지 시차도 발생함
- **반복 매출** — O&M은 준공 후 반복되는 유지보수 매출임. 동사 수주 단계의 유지보수·라이선스·서비스 비중은 2023년 1.5%에서 2025년 6.4%로 늘었음(섹션 3)

(4) 정책이 매출로 이어지기 위한 조건과 한계

- **사업 주체** — 배전망 ESS의 설치·운영 주체는 VPP(가상발전소 — 분산자원 통합 운영 사업자)임. 동사는 1차 선정 9개사에 포함되지 아니함. 2차 공모(2026 하반기) 참여·공급 계약 여부가 첫 검증점임
- **회사 주장의 근거 확인** — 회사가 제시한 「2026.05 제도 변화(BESS 연계 15:00~익일 08:00 공급)」의 근거를 확인함. 해당 제도는 한전 「송·배전용전기설비 이용규정」 개정(2026.05.13 시행)으로 확인됨((5)). 다만 제도의 실질은 「계통접속 신속처리」가 아님. 실질은 시간대 운전조건부 접속 허용과 주변압기 연계 기준용량 산정 제외임. 이 제도는 정부 대책의 출력기준 유연접속(실증 2026.9~)과는 별개 제도임
- **국내 공공 대형 시장** — ESS 중앙계약시장 1·2차는 국내 셀 3사가 낙찰하였고 국내 산업기여도 평가가 반영됨. 3차 공고(2026.09)는 1,180MW, 약 2조원 규모임. 해당 공고의 접수 마감은 2026.11.11임(뉴스핌 2026.09.22). 중국산 셀·시스템을 쓰는 동사 모델에는 불리한 영역임
- **지연사업 정비** — 정부는 허가 후 지연되는 사업의 진입시기를 조정할 계획임(2026.4분기). 또한 정부는 2027.1부터 통합입찰 낙찰 시 접속권을 부여하는 방식으로 바꿀 계획임. 회사가 추진 중인 육상풍력 전기사업허가 사업도 착공 지연 시 접속권 조정 대상이 될 수 있음
- 본 리포트는 이번 대책을 **「ESS 시장 여건이 정책으로 뒷받침되는 근거」**로 기재하고, 동사 매출 확보 근거로 쓰지 아니함. 매출 전환은 V14(ESS 첫 판매)·V15(배전망 ESS 2차 공모 참여·공급 계약)로 확인함(섹션 11)

(5) 한전 ESS 설치조건부 태양광 접속제도 — 국내 PV+BESS 경로의 제도 근거 (2026.05.13 시행)

- 한전은 「송·배전용전기설비 이용규정」을 개정함. 개정 규정은 태양광 발전사업자가 ESS를 함께 설치하고 시간대별 운전조건을 지키면 계통 포화 지역에서도 접속을 허용함. 주간(08~15시) 발전분은 ESS 충전에만 쓰고 계통 송전은 금지되며, 야간(15시~익일 08시)에 태양광 발전분과 ESS 방전분을 송전함. 해당 발전기는 주변압기 1Bank 연계 기준용량(30·50·60MW) 산정에서 제외됨. 이 제외는 태양광 외 발전원과 합산한 용량이 기준을 충족하는 경우에 한함

그림20 한전 ESS 설치조건부 접속 — 규정과 동사 사업의 연결

규정	내용	동사 사업의 호재	제약
접속 허용·용량 산정 제외	시간대 조건부 PV+ESS 접속, 주변압기 기준용량에서 제외	국내 PV+BESS 개발·EPC 시장의 제도 근거. 국내 태양광 100MW·BESS Farm 200MWh 파이프라인의 계통 제약 완화	태양광만 대상(육상풍력 제외). 단서 조건으로 무제한 아님
시간대 운전	08~15시 송전 불가·ESS 충전, 15시~익일 08시 송전	주간 발전분 저장이 필수 → PV마다 ESS 수요 발생. 회사 표준단위(태양광 1MW + ESS 4MWh)와 방향 일치	주간 판매 불가·ESS 투자 증가로 발전사업자 수익성 저하. 한전이 시간대를 바꿀 수 있음
PCS = PV 용량, 계통 충전 금지	ESS PCS 정격출력 = 태양광 설비용량	PCS 수요가 PV 용량에 비례 → 회사 PCS 공급 이력(8건)과 연결	계통 충전 금지로 ESS 단독 수익 모델 불가
감시·제어·예측 의무	용량과 무관(90kW 미만 포함) 원격제어·실시간 정보 제공·출력 예측	EMS·SCADA·통신 수요 의무화 → 전력·제어·ICT 역량, AI 자동화(AX) 축과 연결	성능 요건 충족 원가 상승. 중국산 C&I BESS 계통연계 적합성 검증 필요
유지보수 계약·안전 책임·제재	유지보수 계약서 제출, 화재·안전 책임 사업자 전담, 위반 시 이용정지 2→7→15일·주간 송전분 수익 미지급	O&M 반복 매출의 제도 근거. 고신뢰 EMS 제어 수요	국내 ESS O&M 실적 없음(2022년 이후 ESS 실적 없음). 리유즈 배터리에도 같은 기준 + 사용후 배터리법 안전검사 적용

자료: 한전 「송·배전용전기설비 이용규정」 개정 주요내용·개정 전후 비교표·별지 제13호 접속동의서(2026.05.13 시행, 회사 제공), R-Advisory

- 호재는 모두 동사가 발전사업자에게 설비·서비스를 공급하는 위치에서 받는 **간접 수혜**임. 이 제도로 접속을 신청한 동사 관련 국내 프로젝트의 건수·용량은 제시되지 아니함

- 이 제도는 2030년 이후 리유즈 배터리의 국내 투입처(PV+BESS)를 제도로 만듦. 이에 따라 이 제도는 동사 사업 단계가 이어지는 근거가 됨. 그 순서는 **본업(전력·제어) → PV+BESS 구축·운영(1단계) → 이삭화유리사이클 리유즈 배터리(2단계)**임(섹션 6(3))

8. CATL 협력 본격화 시 기대효과

CATL·NEPC3와 3자 MOU 체결 추진 중(NEPC3 서명, 2026.10.12 체결 예정) — 비독점·비구속 MOU로, 동사는 발굴·개발 주도, NEPC3는 턴키 EPC, CATL은 BESS 시스템 공급·기술지원(회사 설명) 역할

> **마진노트** — MOU 대상 중 실행을 앞둔 계약 2건 약 800억~1,200억원(키르기스스탄 600억원·루마니아 약 200억~600억원, NEPC3 하도급, 계약 전) / MOU 대상 4개국 — 필리핀(BESS 약 150MW + 하이브리드 재생 약 500MW)·루마니아(BESS 336MW)·불가리아·키르기스스탄 / 제3조(비밀유지) 외 법적 구속력 없음, 독점권 없음 / 수주·발주·공급 의무 아님 — 금액 미기재

자료 범위 : 본 섹션은 발행사 입수 3자 MOU 문안(NEPC3 서명·직인, 동사·CATL 서명 전, 발효일 공란)과 회사 측 설명(체결 예정일 2026.10.12, CATL 역할)에 근거함. 기대효과는 **「협력이 본계약·수주로 본격화될 경우」를 전제로 한 가정 시나리오**이며, 체결 여부와 효과는 작성일 현재 확인되지 아니함

(1) MOU 문안의 주요 내용

그림21 3자 MOU 주요 조항

구분	내용	조항
당사자	동사(Party A) / 중국에너지건설그룹 동북전력 제3공정유한공사(NEPC3, Party B, 천진) / CATL(Party C, 닝더)	전문
목적	목표 국가의 BESS·하이브리드 재생에너지 프로젝트 발굴·개발·금융·설계·조달·시공·이행 협력 논의	전문
대상 프로젝트	① 필리핀 — ILLECO III BESS 5MW(최우선), 배전사업자급 BESS 약 20건·합계 약 150MW, 태양광·육상풍력 연계 BESS(재생발전용량 합계 약 500MW) ② 루마니아 — BESS 336MW 1건 ③ 불가리아 — 개별 10MW 이하 BESS ④ 키르기스스탄 — 개발 중 태양광·육상풍력 연계 BESS. 서면 합의로 국가·프로젝트 추가 가능	1.1
수치의 성격	용량·구성·일정은 **예비 개발 목표**. 프로젝트별 검토·실사·인허가·계통·사업성·내부 승인 조건부. **수주·발주·EPC 약정·공급 의무·투자 약정이 아님**	1.1 단서
동사 역할	목표 국가 BESS 사업 **발굴·개발 주도** — 현지 개발사·배전사·계통·정부·토지주·투자자 조율, 부지·계통접속·인허가·기술·상업·금융 개발활동 총괄. EMS·PCS 관련 소프트웨어·기술 솔루션은 **프로젝트별 별도 합의 시** 공급	2.2.1
NEPC3 역할	발주처 대상 **풀 턴키(설계부터 준공까지 일괄 책임) EPC**(설계·기자재 조달·시공·시운전·준공), 품질·안전·일정·원가 총괄 책임	2.2.2
CATL 역할	문안 공란. 회사 측 설명은 **BESS 시스템 공급 및 기술지원**	2.2.3, 회사 측 설명
독점	**없음**(no exclusivity)	2.1
구속력	제3조(비밀유지) 외 구속력 없음. 본계약 미체결 시 보상·배상 없음	전문·6
비용·참여권	각자 비용 부담. 프로젝트 참여권은 본계약에서 정함	4
기간·종료	2년 또는 종료일 중 늦은 날. 30일 서면 통지로 탈퇴 가능	5
준거법·분쟁	중국법, 선전국제중재원(SCIA) 중재	7.1
서명 상태	NEPC3 서명·직인 완료, 동사·CATL 서명 전, 발효일 공란	서명면

자료: 3자 MOU 문안(발행사 입수), R-Advisory

- 회사는 앞서 사업 범위를 한국·필리핀·베트남·루마니아·중앙아시아로 설명하였음. 회사가 설명한 동사 역할은 「개발·현지 통합·EMS·전력·제어·ICT·O&M」 이었음. 이와 비교하면 MOU 문안에는 **한국·베트남이 없고 불가리아가 추가**되었음. 동사 역할은 **발굴·개발 주도로 한정**되고 통합·O&M은 기재되어 있지 아니함. 루마니아는 회사 회신(2026.10.01)에서 336MW/672MWh로 정정되어 MOU와 일치함

- **MOU 대상과 실행을 앞둔 계약** — MOU 대상 중 2건은 회사가 계약을 제시한 건임. 해당 건은 키르기스스탄(태양광 350MW, PV+BESS)과 루마니아(BESS Farm 336MW/672MWh)임. 회사가 제시한 계약 시점은 각각 2026.11·12임. 두 건 모두 NEPC3로부터 EPC를 하도급받는 구조임. 회사 기재 금액은 키르기스스탄 600억원, 루마니아 약 200억~600억원(중국산 PCS 사용 가능 여부에 따름)임. 두 건의 합계는 약 800억~1,200억원임(계약 전, 섹션 6(3))
- 따라서 **국내 ESS 경로(섹션 7 경로 A~C)는 이번 MOU의 대상이 아님.** MOU는 섹션 7 경로 D(해외)에 해당함

(2) 본격화 시 기대효과 — 근거와 재무제표 반영 위치

그림22 3자 협력 본격화 시 기대효과 (가정 시나리오)

#	기대효과	내용	근거	재무제표 반영 위치
①	해외 EPC 하도급 매출	MOU상 역할은 발굴·개발이나, 실행을 앞둔 2건은 NEPC3 원청 EPC의 하도급으로 회사가 제시함(약 800억~1,200억원, 계약 전). 체결 시 하도급 공사수익으로 인식	MOU 2.2.1·2.2.2, 회사 회신 (2026.10.01·10.07)	시스템통합(공사) 매출·계약자산
②	EPC 이행 부담의 분리	프로젝트 전체의 턴키 책임은 원청 NEPC3가 지고 동사는 하도급 범위만 수행함. BESS 전체 EPC 실적이 없고 1H26말 현금 100.0억원·부채비율 172.0%인 동사가 대형 시공 위험 전부를 직접 지지 않는 구조. 하도급 범위의 공정·품질 위험은 동사 부담	MOU 2.2.2, 회사 회신, 반기보고서	이행보증·계약자산·운전자본 부담 축소
③	유틸리티급 BESS 공급원	CATL이 시스템 공급·기술지원을 맡으면 동사 프로젝트에 세계 1위 공급사의 시스템이 들어감. CATL 1H26 ESS용 배터리 출하 125.0GWh·점유율 27.1%	회사 측 설명(문안 공란), CnEVPost 2026.08.04	프로젝트 원가(동사 매출 귀속 여부는 본계약 구조에 따름)
④	의무·계획 시장 접근	필리핀은 10MW 이상 신규 변동성 재생에너지 발전소에 설비용량 20% 이상 ESS를 의무화하였고, 루마니아는 BESS 9,147MW가 개발 중임. MOU 대상 프로젝트는 이 두 시장에 집중됨	섹션 5(3), MOU 1.1	수주 → 매출
⑤	EMS·PCS 공급 기회	프로젝트별 별도 합의 시 동사가 EMS·PCS 소프트웨어·기술 솔루션을 공급할 수 있음. 과거 PCS·EMS·PMS 15건 공급 이력(한국전력 BESS 실증 PCS 4MW 포함)과 같은 영역임	MOU 2.2.1, 회사 제공 실적 목록	시스템통합·상품 매출
⑥	2단계 리유즈 ESS로의 연결	2026~2029년 해외 BESS 개발 실적이 2030년 이후 리유즈 배터리 ESS의 수행 실적으로 활용될 수 있음. 단 리유즈 ESS 계획은 국내 한정이며 MOU 대상국에 한국은 없음	회사 중장기 계획(섹션 6)	— (2030년 이후)

자료: R-Advisory

* 효과는 협력이 본계약·수주로 이어지는 것을 전제로 한 구조 정리이며, 금액 효과나 당사 전망이 아님. MOU상 수치는 예비 개발 목표임

- **매출 귀속 범위** — MOU 문안상 동사 역할은 발굴·개발임. 다만 회사는 키르기스스탄·루마니아 건을 NEPC3로부터의 EPC 하도급으로 제시함. 따라서 체결 시 동사 매출은 개발 대가보다 **하도급 공종 범위의 공사수익**이 중심이 됨. 이 공사수익은 진행률에 따라 인식되어 계약자산·추정변경 위험이 함께 커짐(섹션 2(2)). 루마니아 금액은 중국산 PCS 사용 가능 여부에 따라 약 200억원과 약 600억원 사이에서 달라짐(회사 기재). 다만 금액 범위별 공급 항목 구성은 제시되지 아니함. 회사 제시 2026년 전사 매출 800억원 이상과 에너지 플랫폼 700억원 이상(2027~2029년)의 구성도 제시되지 아니함
- 반대로 동사가 시스템을 매입해 공급하는 구조가 본계약에서 정해지면 매출은 커짐. 이 경우 원가율은 상품형 원가율(1H26 상품 원가율 92.2%)에 가까워짐(섹션 7(3))

(3) 리스크와 한계

- **구속력·독점** — MOU는 제3조 외 구속력이 없고 독점권이 없음. 30일 통지로 탈퇴할 수 있고 본계약 미체결 시 보상이 없음
- **CATL 역할 미기재** — 문안상 CATL 역할 칸은 공란이며, 「BESS 시스템 공급 및 기술지원」은 회사 측 설명임. 서명본 기재 여부와 공급 조건(가격·물량·보증)은 본계약 사항임
- **동사 역할 범위** — EMS·PCS 공급은 「프로젝트별 별도 합의 시」로 조건부이며, 통합·O&M은 문안에 없음

- **하도급 구조** — 실행을 앞둔 2건은 원청 NEPC3와 발주처 간 계약에 종속됨. 하도급 공종·비율·발주처, 루마니아 중국산 PCS 허용 여부의 결정 주체·시점은 제시되지 아니함
- **국내 사업과의 단절** — MOU 대상국에 한국이 없어 국내 BESS 경로(섹션 7)에는 직접 효과가 없음. 국내 공공 대형 시장은 국내 셀 3사가 낙찰해 왔음
- **비용 부담** — 개발 단계 비용은 각자 부담이므로 발굴·인허가·계통 비용은 동사가 부담함. 동사는 개발 단계를 자체 자금으로 수행할 계획이며 대표이사는 유상증자 방침을 진술함(섹션 6)
- **중간 사업자 마진** — CATL은 2026.08.24 중소 시스템통합사업자 대상 C&I ESS 직판을 개시하였음(블로터). MOU 대상은 유틸리티·배전급임
- **분쟁 해결** — 중국법 준거·선전 중재로, 국내 기업에 불리할 수 있는 조건임

(4) 단계별 확인 순서

단계	확인 사항	확인처
1	동사·CATL 서명(2026.10.12 예정), 발효일, CATL 역할(2.2.3) 기재	회사 공시·보도자료, 서명본
2	프로젝트별 본계약 — 동사 수행 범위(개발 대가·지분 참여·EMS/PCS 공급), 시스템 공급 조건	공시·회사 자료
3	하도급 계약 체결 — 키르기스스탄(2026.11)·루마니아(2026.12), 이후 필리핀 ILLECO III(MOU 최우선) 등. 계약금액·원청·발주처·공종	단일판매·공급계약 공시
4	매출 인식 — 용역·시스템통합·상품·지분법 등 계정별 금액	분기·반기·사업보고서

자료: R-Advisory

- 본 리포트는 1단계 확인 전까지 「CATL·NEPC3와 3자 MOU 체결 추진 중」으로 표현하며, 확인 지표 V16에 등재함(섹션 11)

9. 사업 연계 구조와 미확인 수치

제어·전력 엔지니어링 → 에너지 연결은 공시 기재, 자원순환 연결은 보도·회사 자료 수준 — 입증할 수치는 아직 확인되지 아니함

> **마진노트** — 사업 간 연결 4개 중 공시·회사 자료로 수치가 있는 것은 1개(자원순환 매출) / 나머지 3개는 기준일 현재 수치 미확인

(1) 연계 구조 — 공시와 회사 제공자료로 확인되는 사실만으로 구성

사업 연계 구조 — 확인 수준별

구분	내용	근거 · 수치 (1H26)
[본업] 제어·전력 엔지니어링	반도체·철강 유틸리티 제어, PCS·EMS 공급 이력, 전력기기 예방진단	연결 매출 325.4억원
① 본업 → 에너지	전력변환·제어 기술을 BESS·신재생 ICT 통합에 적용	**공시 기재** (반기보고서 I-5 제10호)
[에너지] 신재생·BESS	정관 7개 사업목적 추가, 풍력·태양광 발굴, C&I BESS KC 인증(회사 제공)	매출 0원
② 자원순환 → 후처리	블랙매스를 화유 계열 후처리로 판매	보도(머니투데이 2025.07.24) · 회사 계획서
[자원순환] 이삭화유리사이클 · 이삭지이에스	배터리 스크랩 전처리 / LFP 배터리팩	매출 75.1억원 / 0.9억원
③ 자원순환 → 에너지	재사용 배터리 → ESS (사용후 배터리법 2027.05.27 시행)	**동사 공시 계획 없음** — 제도·선례(Redwood)만 확인

자료: 반기보고서 · 보도 · 회사 제공 자료, R-Advisory

- ①은 회사가 반기보고서에 사업 논리로 기재한 연결임. ②는 공개 보도(머니투데이 2025.07.24)와 회사 계획서에 기재된 판로 구조임. ③은 국내 제도가 2027.05.27부터 재사용 사업을 별도 등록·검사 체계로 규정한다는 사실에 근거한 구조임. ③은 Redwood의 재활용 → ESS 전환 선례에도 근거함. **동사가 ③을 공시한 사실은 기준일 현재 없으며, 회사는 2026.09 대표이사 인터뷰에서 2030년 이후 계획으로 제시함(섹션 6)**. 1단계 REP 사업(신품 BESS·태양광 EPC)은 ③이 매출로 이어지기 전 구간을 잇는 중기 사업계획임(섹션 6(3))

(2) 미확인 수치 — 연결을 입증하는 데 필요한 수치

연결	필요한 수치	기준일 현재 상태	확인처
본업 손익	2026년 부문별 영업손익, 시스템통합 원가율	1Q26까지 회사 제공(전 부문 적자), 2Q26 미제공	회사 요청 / 3분기보고서
본업 → 에너지	에너지 사업 투자 금액·인원·첫 계약	공시 「년 내 첫 계약 가능」 외 수치 없음	공시(단일판매·공급계약)
자원순환 손익	처리량(t)·가동률·화유향 판매 조건	매출만 공시, 나머지 미공시	회사 요청 / 주석 14
자원순환 → 에너지	재사용 배터리 확보 물량·ESS 적용 계획	회사 제시 계획(2030년 이후 리유즈 ESS 연 1,500억원 목표, 섹션 6)만 있고 물량·원가 수치 없음	회사 요청
에너지 → 매출	ESS 경로별 첫 계약, 매출 계정 귀속, 총액·통합 범위 구분	정책 근거(섹션 7)·3자 MOU 문안(섹션 8, 비구속)만 있고 계약·매출 수치 없음	공시(단일판매·공급계약) / 분기보고서
자본배분	관계기업 대여금 126.6억원의 회수 일정·상환재원	미공시	회사 요청 / 주석 32

- 위 수치가 확인되기 전까지 본 리포트는 각 사업을 독립된 사실로 기재하고, 사업 간 시너지를 매출·이익 수치로 환산하지 아니함

10. 재무구조와 리스크

부채비율 172.0%, 현금 100.0억원, 전환사채 전환청구 2026.09.01 개시

> **마진노트** — 결손 -59.7억원 / 1년 내 확정 금융부채 239.9억원 / 관계기업 계열 대여 126.6억원 / 전환가(사채를 주식으로 바꾸는 가격) 6,668원

(1) 자본과 유동성

- 1H26말 자본총계는 286.2억원으로 FY2025말 346.1억원 대비 59.9억원 줄었음. 이익잉여금은 -0.2억원에서 -59.7억원으로 결손이 커졌음. 자본금(41.4억원)은 잠식되지 아니함
- 부채비율은 124.1%에서 172.0%로, 차입금의존도(차입금·전환사채·리스부채 포함)는 26.1%에서 30.0%로 올랐음. 차입금은 단기 130.0억원·장기 40.0억원이며 전환사채 장부금액은 58.6억원임
- 1년 이내 계약상 금융부채는 279.3억원임. 이 중 오성아이케이 금융보증 39.4억원을 뺀 확정 유출은 239.9억원임(매입채무 102.3억원, 차입금 134.5억원 등). 이에 대응하는 즉시 가용 재원은 현금 100.0억원, 담보로 제공되지 아니한 정기예금 22.6억원임. 여기에 미사용 여신한도 47.6억원(할인어음 한도 24.0억원 제외)이 더해짐. 가용 재원 합계는 170.1억원임(주석 34·31, 자체 산출). 확정 유출과 가용 재원의 차이는 매출채권 103.5억원과 계약자산 88.6억원의 회수로 충당해야 하는 구조임
- 상반기 영업활동현금흐름은 +15.2억원으로 전년 동기 -14.1억원에서 순유입으로 바뀌었음. 다만 이는 매출채권이 202.8억원에서 103.5억원으로 99.3억원 줄어든 운전자본 효과임. 같은 기간 재고자산은 50.8억원, 계약자산은 21.7억원 늘었음. 반기 순손실은 확대되었으므로 **현금흐름 개선을 손익 개선으로 읽지 아니함**

(2) 전환사채

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%, 2026.09.01 ~ 2028.03.01
장부금액 (1H26말)	58.6억원, 파생상품부채 27.8억원, 파생상품자산 4.3억원

자료: 반기보고서 III-7·연결주석, R-Advisory

- 반기보고서의 금융부채 만기 분석은 전환사채 100억원을 1~2년 구간에 분류함(주석 34). 참고로 2026.07.30 장중 저가 2,905원(발행사 시장데이터 DB)은 전환가액의 43.6% 수준임. 시가 하락에 따른 전환가액 조정 조항은 연결주석에 기재되어 있지 아니함(FY2025 연결주석 18). **주가가 전환가를 밑도는 동안에는 전환보다 2028.03 이후 조기상환청구에 따른 상환이 쟁점이 됨**

(3) 상장유지 요건

- 금융위원회·한국거래소는 코스닥 시가총액 요건을 2026.07.01부터 200억원, 2027.01.01부터 300억원으로 상향하였음. 또한 주가 1,000원 미만이 30거래일 지속되면 관리종목으로 지정하는 요건을 신설하였음(2026.02.12 발표)
- 동사 발행주식 기준으로 시가총액 200억원에 해당하는 주가는 2,413원, 300억원에 해당하는 주가는 3,620원임. 2026.07.30 장중 저가 2,905원(발행사 DB)은 300억원에 해당하는 주가보다 낮은 수준이었음. 요건 해당 여부는 종가 기준 시가총액과 연속 거래일 요건으로 판단하며 장중가로 판단하지 아니함

(4) 리스크 요인

- ① **수익성** — 반기 매출총이익률은 2.0%임. 시스템통합·기술용역 반기 원가율은 109.5%임(회사 제공, 별도). 2분기 반등에는 충당금 환입과 믹스 요인이 섞여 있음
- ② **관계기업 계열 대여·보증** — 관계기업 계열 대여·보증 금액은 168.6억원(자본의 58.9%)임. 관계기업 자본은 -16.0억원이며 대여금 충당금 설정률은 0.40%임. 회수 일정은 공시되지 아니함
- ③ **전환사채** — 전환 시 최대 18.09%의 희석이 발생함. 미전환 시에는 2028.03 이후 상환 부담이 생김. 파생상품 평가손익은 분기 손익의 변동 요인임(1H26 -18.1억원)
- ④ **집중** — 매출 비중 10% 이상 단일고객인 A사의 비중은 33.2%임. 동사는 PLC(산업용 제어기)·Drive를 지멘스 계열에서 매입함. 지멘스 1차 협력 파트너 보증 담보는 FY2025말 19.0억원에서 1H26말 33.8억원으로 늘었음(주석 31)
- ⑤ **신용·보증** — 대표이사가 동사 차입금에 대해 기업은행 58.8억원·하나은행 23.5억원, 합계 82.3억원을 지급보증하고 있음(주석 32(6)). 매각예정자산(투자부동산 7.1억원, 2025.08.29 결정)은 반기말 현재 매각되지 아니함(주석 36)
- ⑥ **상장유지 요건** — 상기 (3)에 기재함

- ⑧ **지배구조** — 전환사채 매도청구권은 발행회사가 지정하는 자도 행사할 수 있고, 행사 후 전환 시 최대 6.13%의 지분 취득이 가능함(III-7). 지정 대상은 공시되지 아니함
- ⑦ **공시와 실제의 방향 차이** — 반기보고서 II-6은 연구개발 목표를 IoT 플랫폼(Ultivis)의 발전으로 기재함. 그러나 IoT플랫폼 매출은 1H26 0.2억원으로 줄었고, 기반 라이선스는 2026.07 해지되었음(회사 제공). 변전소 종합예방진단 솔루션은 2023.01 착수 후 「한국전력 인증 Test 후 입찰 참여 예정」 단계임

(5) 주주환원과 기업가치 제고

- 최근 3개 사업연도와 반기의 배당 실적은 없음. 반기말 이익잉여금이 -59.7억원으로 배당 가능 재원이 없음
- 기업가치 제고 계획 공시 여부는 확인되지 않았음. 한국거래소 KIND에서 확인할 수 있음
- 2026.03 정기주주총회에서 독립이사 1인(이동원)이 선임되었음. 감사는 비상근 1인임(VIII)

11. 하반기 확인 지표

3분기 보고서에서 수치로 확인할 항목 — 판단 기준 사전 제시

마진노트 — 손익 구조 6개 / 신사업 실현 7개 / 자본배분 규율 3개

#	지표	확인 기준	미확인 기준	확인처
V1	3분기 누계 연결 매출	500억원 이상	470억원 미만	3분기보고서
V2	3분기 누계 매출총이익률	3.0% 이상	2.0% 이하	3분기보고서
V3	3분기 단독 매출총이익률	4.8% 이상	3.0% 미만	누계 역산
V4	3분기 누계 판관비	70.0억원 이하	74.0억원 초과	3분기보고서
V5	3분기 누계 영업손실	-39.9억원 이내	-50.0억원 초과	3분기보고서
V6	3분기 누계 영업활동현금흐름	순유입 유지	순유출 전환	3분기보고서
V7	수주잔고 (3분기보고서 제출일)	540억원 이상	480억원 미만	3분기보고서 II-4-5
V8	이삭화유리사이클 3분기 누계 매출	113억원 이상	95억원 미만	3분기 주석 14
V9	이삭화유리사이클 순자산	-16.0억원 이상	-23.0억원 이하	3분기 주석 14
V10	신재생 계약 체결 — 베트남(10월 말)·키르기스스탄(11월)·루마니아(12월)	체결·금액 공시	미체결·연기	단일판매·공급계약 공시
V11	관계기업 계열 대여금	157억원 이하 (계획 집행분 이내)	160억원 초과	3분기 주석 32
V12	재고자산	123.1억원 이하	140억원 초과	3분기 재무상태표
V13	전환사채 전환청구	발생 시 주식수·희석률 갱신	-	3분기보고서
V14	ESS(C&I BESS) 첫 판매	매출 발생(계정·금액 기재)	매출 0원	3분기보고서 II, 회사 자료
V15	배전망 ESS 2차 공모(2026 하반기)	동사 참여 또는 선정 사업자와 공급 계약	미참여	정부 발표·공시
V16	CATL·NEPC3 3자 MOU	동사·CATL 서명(2026.10.12 예정)·CATL 역할 기재 후 프로젝트별 본계약(동사 수행 범위·공급 조건) 공개	미서명·연기	공시·보도자료

자료: R-Advisory

* 확인 기준은 반기 실적의 연장선과 회사 계획 범위를 기준으로 사전에 고정한 것이며, 실적 전망이 아님

기업가치 제고 진단

자본비용(D1)·업종 신호등(D3) 작성 현황

- 자본비용·Equity Spread(ROE – 자본비용) 분석(D1)은 기준일 이전 무위험수익률·업종 중위 베타가 확인되지 않아 싣지 아니함
- 업종 목표선·실적선 신호등(D3)은 기준일 이전 업종 실적선이 확보되지 아니하여 작성하지 아니함

ROE 3분해(D2)

ROE 3분해 (1H26 연환산, 연결순이익 ÷ 기말 자본총계)

ROE (1H26 연환산)		순이익률		총자산회전율		재무레버리지
-42.77%	=	**-18.81%**	×	**0.836회**	×	**2.720배**
2025년 -25.74%		개선고려 2025년 -11.28%		개선고려 2025년 1.018회		개선고려 2025년 2.241배

자료: 2026 반기보고서, 자체 계산, R-Advisory

- 순이익률의 음(-)폭이 커졌음(-11.28% → -18.81%). 자본 감소로 레버리지는 2.241배에서 2.720배로 올랐음. 그 결과 ROE(자기자본이익률)의 음(-)폭이 확대되었음
- 순이익률 악화분의 상당 부분은 파생상품 평가손실(매출 대비 5.6%)이며, 영업이익률은 -9.1%에서 -12.3%로 낮아졌음
- ROE 회복의 1차 조건은 영업 단계의 매출총이익률 정상화임. 2차 조건은 관계기업 계열 대여 자산(자산의 16.3%)의 회수임

주주환원 설계(D4)

주주환원 설계 유형 — 판정 보류

항목	값	판정
누적 FCF (2023~1H26)	40.5억원 (3년 31.3 + 1H26 9.2)	—
누적 순이익	음(-)	FCF ÷ 순이익 산출 의미 없음
배당가능이익 (1H26말 이익잉여금)	-59.7억원 (결손)	흑자 전환과 결손 해소가 선행 조건

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단(D5)

> 공시 이력은 한국거래소 KIND에서 확인할 수 있음. 1차 리포트 기준일 2026.03.23 시점에는 미공시로 확인됨
> 평가 근거는 2026 반기보고서임. 공시 이력이 확인되기 전까지 ①~⑪은 판정을 보류함

#	항목	판정	비고
①~⑪	계획 공시 여부에 따라 판정	보류	2026.08.14 현재 공시 이력이 확인되지 아니함
⑥ 참고	임직원 인센티브 연계	-	기존 주식매수선택권 100,000주(행사기간 ~2026.09.06) 외 반기보고서상 성과 연계 기재 없음
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	△	독립이사 1인 선임(2026.03) — 목표·일정 형태는 아님

우선 개선 대상 항목 — ① 현황진단과 ⑫ 지배구조임. 현황진단의 핵심은 부문별 손익과 관계기업 계열 대여금 회수 계획의 공개임. 정관 변경으로 추가한 에너지 사업의 투자 규모·일정 제시는 목표설정(③) 항목의 근거가 될 수 있음

R-Index 포지셔닝(D6) — IT 업종(GICS 45)

지수값 원천은 R-Index(발행사 기업 품질 지수) 연간 보정값(FY2022~FY2025)과 분기값(2026Q2)임. 발행사 조회일은 2026.10.01임
기준일 이전 산출본이 확보되지 아니하여 기준일 이후(2026.09.28~29) 산출본을 사용함. 산출 입력은 기준일 이전 공시 재무임
비교선 원천은 GICS(글로벌 산업분류) 45 업종 중위·백분위(FY2025, 626사)임. KSIC(한국표준산업분류) 62021 표본 20사도 비교선으로 사용함
지수는 기준일 이전 공시 재무로 산출한 값이며, 산출 시점은 기준일 이후임

품질 지표 (높을수록 우량, 0~100)

R-Index 품질 지수 · FY2025 · GICS 45(IT) 비교

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

CEI 자본효율성	**37.30**	중위 57.6 · 백분위 19.8%. 음(-)의 순이익률이 **자본효율을 끌어내림**
CGI 현금거버넌스	**28.93**	중위 53.1 · 백분위 10.7%. FY2024 47.50에서 하락 — **조달 자금의 관계기업 대여**와 방향 일치
RII 재투자강도	**22.20**	중위 49.6 · 백분위 15.3%. 2026Q2 분기값 7.57. 1H26 유·무형자산 취득 6.0억원
MAI 시장동조성	**38.25**	중위 60.0 · 백분위 2.1%. KSIC 62021 표본(20사, 참고) 내 **최하위**로 산출
종합 등급 C+	**25.75**	중위 51.6 · 백분위 4.0%. FY2024 31.22에서 하락, 주 요인은 CGI

자료: R-Index 연간 보정값(FY2025) · GICS 45 업종 비교(626사), R-Advisory

* 기준일 이전 산출본이 확보되지 아니하여 기준일 이후(2026.09.28~29) 산출본을 사용함. 산출 입력은 기준일 이전 공시 재무임

연간·분기 시계열

구분	CEI	CGI	RII	MAI	종합	등급
FY2022	74.30	42.54	35.60	32.00	44.36	B-
FY2023	64.70	48.25	47.20	66.50	54.82	B
FY2024	38.10	47.50	10.30	57.50	31.22	C+
FY2025	37.30	28.93	22.20	38.25	25.75	C+
2026Q2 (분기)	51.70	47.45	7.57	48.50	-	-

* 분기값은 연간 보정값과 산출 기준이 달라 연간값과 같은 축으로 비교하지 아니함

* FY2023 이전과 FY2024 이후는 산식 기준이 달라 그 사이의 증감을 추세로 읽지 아니함. 연도별 산식 버전은 발행사 원장에 보존되어 있음

- 같은 산식 안에서 FY2024 → FY2025 종합지수는 31.22에서 25.75로 하락하였음. 주된 요인은 CGI(47.50 → 28.93)임. 이 하락은 조달 자금이 관계기업 계열 대여와 예금에 머문 구조와 방향이 일치함

- 2026Q2 분기 RII는 7.57로 낮음. 이는 1H26 유·무형자산 취득이 6.0억원에 그친 사실과 방향이 같음
- KSIC 62021 기준 비교는 표본이 20사여서 참고 수준임. 다만 MAI·종합지수는 표본 내 최하위(백분위 0.0%)로 산출됨
- 4개 지수 모두 업종 중위를 하회함. 가장 낮은 지수는 CGI와 MAI로 판단됨

R-Risk(발행사 위험 지표) — 악화확률 WP(D6-2)

구분	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
분기 WP	0.0543	0.0417	0.0184	0.0235	0.0381
등급	MEDIUM	MEDIUM	LOW	MEDIUM	MEDIUM

- 운영 WP는 0.0556 · LOW임(산출 2026.05.15). 분기 WP는 운영 WP와 산식 기준이 다른 별도 모델임
- 관계형 리스크는 산출일(2026.09.27)이 기준일 이후여서 싣지 아니함

저PBR 위치 진단(D7)

구분	2023Q2	2023Q4	2024Q2	2024Q4	2025Q2	2025Q4
동사 PBR	1.90	1.49	2.59	1.36	1.68	2.02
저PBR 판정 기준값	0.62	0.57	0.55	0.44	0.50	0.46
섹터 내 백분위	60.27%	47.96%	74.64%	60.74%	64.61%	70.27%

자료: 발행사 확인(2026.10.01), R-Advisory

- 최근 6개 반기 모두 저PBR(낮은 주가순자산비율) 기준에 해당하지 아니함. 2026Q2(기준일) 위치는 확인되지 않았음
- 2025Q4 PBR 2.02배는 지수 산출 기준(BPS 4,176원) 값임. 표지의 2.03배는 지배지분 BPS 4,151원 기준임
- Peer 3사(익명)의 중위 PBR은 1.03배, 중위 ROE는 7.71%임(2025.12.31, 3사 중 1사 적자). 표본이 3사여서 대표성이 약함
- 본 표는 가격 평가가 아님 · Not Rated

재무건전성 신호등(D8)

> 원천은 자체 산출임(구간 기준은 한기평 방법론 기반 템플릿). 본 표는 R-Index 포지셔닝(D6)·저PBR 위치 진단(D7)과 기준이 달라 같은 표에 섞지 아니함

지표	동사 (1H26)	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	172.0%	≤100%	100~200%	>200%	↑	🟡
차입금의존도	30.0% ((차입금 170.0 + 전환사채 58.6 + 리스 5.0) ÷ 자산 778.4)	≤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	-12.3%				↓	⚪ 구간 미설정
ROE (반기 실적)	-21.4% (연환산 -42.8%)				↓	⚪ 구간 미설정
PBR · 주주환원율	- · 0% (무배당)					⚪ 판정 보류
OCF(영업활동현금흐름)/영업이익	산출 의미 없음 (영업이익 음수)					⚪
현금성자산/단기성차입	0.94배 ((현금 100.0 + 담보 미제공 예금 22.6) ÷ 단기차입 130.0)				↓	⚪ 구간 미설정

회계 품질 플래그

	미분해 손익	영업외 항목을 주석으로 분해 완료
✔	**비현금 금융원가**	파생상품평가손실 18.1억원, 전환권조정 상각
✔	**적자 상태의 OCF 순유입**	매출채권 99.3억원 감소에 따른 운전자본 효과
✔	**충당금 환입의 손익 기여**	재고평가충당금 환입 1.9억원(별도), 대손상각비 환입 1.2억원
✔	**특수관계자 채권 장기 연체**	6개월 초과 98.8%, 대여금 충당금 설정률 0.40%
✔	**EBITDA ≤ 0**	커버리지 산출불능 → 유동성 축으로 전환

✔ 검출 → 본문 2(2)·10(1) 회계 해명 문단 삽입

자료: 자체 점검, R-Advisory

실적 및 재무제표 (연결)

손익계산서 (단위 : 억원)

12월 결산	2024	2025	1H25	1H26
매출액	684.5	789.9	344.9	325.4
매출원가	642.3	762.7	330.9	318.8
(매출원가율(%))	93.8	96.6	95.9	98.0
매출총이익	42.2	27.2	14.0	6.6
(매출총이익률(%))	6.2	3.4	4.1	2.0
판매비와 관리비	87.7	99.0	52.7	46.5
영업이익	-45.4	-71.8	-38.8	-39.9
(영업이익률(%))	-6.6	-9.1	-11.2	-12.3
EBITDA *	-34.3	-62.3	-34.1	-35.2
(EBITDA 마진율(%))	-5.0	-7.9	-9.9	-10.8
영업외손익	-11.7	-13.4	-6.7	-21.2
(관계기업손익)	-1.5	-6.8	-1.1	-2.1
(금융수익)	5.5	9.4	2.5	5.2
(금융비용)	3.0	9.9	2.7	24.7
(기타)	-12.7	-6.1	-5.4	0.4
법인세차감전순손익	-57.1	-85.2	-45.4	-61.1
(법인세비용)	13.1	3.9	11.4	0.1
당기순이익	-70.2	-89.1	-56.9	-61.2
(당기순이익률(%))	-10.3	-11.3	-16.5	-18.8
지배지분순이익	-69.6	-86.2	-55.9	-59.5
비지배지분순이익	-0.7	-2.9	-1.0	-1.7
포괄순이익	-75.1	-96.8	-56.9	-61.1

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비(비용의 성격별 분류). 1H26 감가상각비 4.4억원·무형자산상각비 0.4억원

재무상태표 (단위 : 억원)

12월 결산	2024	2025	1H26
유동자산	522.8	554.7	527.7
(현금 및 현금성자산)	76.5	131.3	100.0
(매출채권 및 기타채권)	199.0	202.8	103.5
(계약자산)	60.3	66.9	88.6
(재고자산)	129.5	72.3	123.1
(기타유동금융자산)	43.0	34.8	80.1
(기타유동자산)	14.4	46.6	32.4
비유동자산	159.0	221.0	250.7
(유형자산)	107.2	96.1	92.8
(기타비유동금융자산)	11.7	113.1	136.4
(기타비유동자산)	40.0	11.8	21.5
자산총계	681.8	775.7	778.4
유동부채	271.4	335.1	363.1
(매입채무 및 기타채무)	101.3	82.3	107.2
(단기차입금)	48.6	130.0	130.0
(계약부채)	66.7	77.0	86.2
(기타유동부채)	54.8	45.8	39.7
비유동부채	2.3	94.5	129.1
(사채 — 전환사채)	-	55.0	58.6
(장기차입금)	-	11.5	40.0
(파생상품부채)	-	24.8	27.8
부채총계	273.6	429.6	492.2
지배지분	405.8	344.1	285.0
(자본금)	41.4	41.4	41.4
(자본잉여금)	278.9	278.9	279.2
(이익잉여금)	86.0	-0.2	-59.7
(기타자본변동)	-0.5	24.0	24.1
비지배지분	2.3	2.1	1.2
자본총계	408.1	346.1	286.2
총차입금 (차입금 + 전환사채 장부금액)	48.6	196.5	228.6

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 1H26 기타비유동금융자산 증가는 관계기업 계열 장기대여금(126.6억원)이 주된 요인. 기타비유동자산에는 무형자산 12.0억원·사용권자산 5.2억원·파생상품자산 4.3억원 포함

현금흐름표 (단위 : 억원)

12월 결산	2025	1H25	1H26
영업활동 현금흐름	-37.2	-14.1	15.2
당기순이익	-89.1	-56.9	-61.2
비현금항목의 가감	32.4	21.3	25.7
영업활동 자산부채변동	21.1	22.0	51.3
기타 현금흐름 (이자·법인세)	-1.7	-0.5	-0.6
투자활동 현금흐름	-101.0	-49.4	-74.8
(대여금의 순증감)	-110.1	-68.8	-15.1
(금융상품의 순증감)	2.8	11.0	-53.4
(유·무형자산의 취득)	-6.6	-3.4	-6.0
(기타)	12.9	11.8	-0.3
재무활동 현금흐름	192.9	93.8	28.2
(차입금의 순증감)	93.0	95.0	28.5
(사채 — 전환사채 발행)	100.0	-	-
(기타)	-0.1	-1.2	-0.4
현금의 증감	54.8	30.3	-31.3
FCF (영업CF – 유·무형자산 취득)	-43.8	-17.5	9.2

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 1H26 재무활동 기타는 종속기업(이삭그리디언) 제3자 유상증자 1.1억원과 리스료 지급 -1.5억원

* 2025 투자활동 세부는 1차 리포트(기준일 2026.03.23) 분류를 따름

주요지표 (단위 : 억원)

12월 결산	2024	2025	1H26
[주당지표]			
EPS (원)	-839	-1,040	-718 (반기)
BPS (원)	4,896	4,151	3,439
PBR (배)	-	2.03	-
DPS (원)	0	0	0
NOPLAT(세후 영업이익)	N/A	N/A	N/A
[성장성(%, 전년 대비)]			
매출액 증가율	-31.9	15.4	-5.7
[수익성(%)]			
ROE (기말 자본 기준)	-17.2	-25.7	-21.4 (반기)
[안정성(%)]			
유동비율	192.6	165.5	145.3
부채비율	67.0	124.1	172.0
자기자본비율	59.9	44.6	36.8
이자보상배율 (배, 영업이익 ÷ 이자비용)	-15.7	-9.9	-6.1

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 주당지표는 발행주식수 8,288,520주(2025.12.31 = 2026.06.30 = 2026.08.14, 변동 없음) 기준

* NOPLAT은 영업손실 구간으로 산출 의미 없음. 1H26 ROE 연환산 값은 -42.8%

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 자료에는 대상기업이 제공한 내부관리 자료(부문별 손익, 수주원장, 사업계획, 실적 목록)와 대표이사 인터뷰(2026.09.15)·회사 사업소개(2026.09.29)의 계획 진술, 기준일 이후 정부 발표(2026.09.30), 3자 MOU 문안(NEPC3 서명, 체결 전)과 관련 전언(2026.10.02), 회사 회신(2026.10.01·10.07)의 계약 전 사업 수치가 포함되어 있으며, 회사 제공·계획 수치는 감사·검토를 거치지 아니하였고 당사의 전망이 아닙니다. 섹션 8의 기대효과는 협력 본격화를 전제로 한 가정 시나리오이며 체결·실현을 의미하지 아니합니다.
- 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 (2026.03.23 · 2026.08.14 자료 기준일)
종목 투자등급	당사는 본 종목에 투자등급을 부여하지 아니함(Not Rated). 본 자료는 가격 평가를 포함하지 아니함
증권사 보고서 발간	2022~2026년(기준일 2026.08.14) 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