R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

메타케어 (118000, KOSPI)

계열 거래로 키운 외형, 만기 대응이 먼저인 국면

SUMMARY

1. 2009년 우리들제약 메디컬부문 분할·재상장, 의약품·의료기기 유통 기반
2. 26년 상반기 매출 +60.6%는 MSO(병원경영지원) 편입 효과, 기존 부문 −13.9%
3. 25년~26년 상반기 최대주주 계열 지분 매입 383.6억원, 증자 유입 95억원
4. 영업권 668.7억원, 지배주주지분의 53.3%
5. 유동비율 48.2%, 계속기업(존속 전제) 불확실성 주석 신설
6. PBR 0.20배, 신한은행 차입금 275.5억원 2026.10.31 만기

이 리포트를 읽는 법

결론: 2025년 이후 늘어난 매출·자산의 대부분은 최대주주 계열과의 거래로 만들어졌고, 그 대가로 유동성이 바닥났습니다. **확인할 숫자는 매출 증가율이 아니라 10월 말 만기 대응과 영업권의 실체입니다.**

작성 근거: 공시 기반(기업탐방·컨퍼런스콜 없음). 25년 사업보고서와 26년 반기보고서를 시계열로 대조했습니다. **Not Rated이며 목표주가를 제시하지 않습니다.**

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
현재주가	1,159원 (26.10.16)
시가총액	255.6억원
발행주식수	22,055,785주
자기주식 (비율)	6,223주 (0.03%)
유동주식비율	48.82%
52주 최저/최고	1,102원 / 3,610원
자본금 / 액면가	110.3억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	0.28억원
PBR	0.20배
PER	51.3배

주가는 2026.10.16 종가, 52주 가격은 2026.04.27 10:1 무상병합을 소급 조정한 종가입니다. PBR은 반기말 지배주주지분, PER은 2025년 지배주주순이익 기준입니다. 외국인지분율은 확인되지 않았습니다

▶ 주주현황

㈜메타랩스	51.15%
자기주식	0.03%
기타 주주	48.82%

2026.06.30 기준. 최대주주 ㈜메타랩스 주식 49.22%에 그 최대주주(㈜위버랩스·개인)의 주식담보계약이 있습니다

▶ 확인할 일정

2026.10.31	신한은행 차입 275.5억원 만기
2027.02.12	국민은행 차입 160억원 만기
2026 연말	영업권 668.7억원 손상검사
2028.12.31	테크랩스 상장 기한

SUMMARY FINANCIAL DATA 연결, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	172.6	202.1	328.2	117.6	188.8
영업이익	9.6	15.0	13.2	13.5	13.7
영업이익률 (%)	5.6	7.4	4.0	11.5	7.3
지배주주순이익	-145.4	85.0	5.0	29.2	8.3
지배주주지분	1,059.1	1,168.0	1,194.2	-	1,254.2
영업권	148.5	49.3	75.0	-	668.7
영업활동현금흐름	-128.6	44.8	24.2	25.2	38.3
유동비율 (%)	333.8	423.1	56.1	-	48.2
부채비율 (%)	12.8	35.1	63.6	-	77.2

자료: 전자공시 DART, R-Advisory · 2023년 매출·영업이익은 계속영업 기준, 2024년은 재작성 후, 반기는 연율화하지 않음

회사 개요

우리들제약 메디컬부문에서 분할 설립된 의약품·의료기기 유통기업

동사는 2009년 12월 우리들제약 메디컬사업부문을 인적분할해 설립했다. 같은 달 유가증권시장에 재상장했다. 본업은 병원·약국에 의약품을 공급하는 의약품부문과 인공관절 등 의료기기를 공급하는 메디컬부문이다. 2024년 이후 부동산 임대, MSO, 인터넷 광고를 차례로 더했다.

> **마진노트** — 유통에서 출발해 부동산·병원경영지원·광고로 사업을 넓힌 회사

사명은 초록뱀헬스케어(~2023.03), 더메디팜(~2023.08), 에스메디(~2024.08)를 거쳐 메타케어가 됐다. 최대주주도 2023.08 ㈜초록뱀미디어, 2024.08 ㈜메타랩스로 바뀌었다. 3년 사이 사명 3회, 최대주주 2회가 바뀌었다는 점이 이 회사를 읽는 기본 전제다.

최대주주 ㈜메타랩스는 유가증권시장 상장사다. 그 위에는 ㈜위버랩스(100% 개인 소유)가 있다. 사업보고서는 이 개인을 「최상위지배자」로 적는다. 위버랩스와 그 개인이 보유한 메타랩스 주식 12,258,963주(49.22%)에는 주식담보계약이 걸려 있다(25년 사업보고서 VII-3).

> **마진노트** — 성장의 대부분이 같은 계열과의 거래에서 나온 회사

이 리포트의 결론은 하나다. 2025년부터 늘어난 매출·자산의 대부분은 최대주주 계열과의 거래로 만들어졌고, 그 대가로 유동성이 바닥났다. 26년 반기보고서에는 계속기업 가정에 대한 중요한 불확실성 주석이 새로 들어갔다. 따라서 매출 성장률보다 2026년 10월 말 차입금 만기와 영업권(인수 대가 중 순자산을 넘는 웃돈)의 실체를 먼저 확인해야 한다고 판단한다.

메타케어 사업부문별 매출 (단위: 억원)

부문	2023	2024	2025	1H25	1H26
의약품	139.8	156.1	150.6	77.5	69.9
메디컬	32.8	40.4	42.3	21.8	16.0
부동산 임대	-	5.6	36.0	18.3	15.3
MSO	-	-	99.3	-	87.6
합계	172.6	202.1	328.2	117.6	188.8

자료: 25년 사업보고서 II-4, 26년 반기보고서 연결주석 5, R-Advisory

지배구조와 주요 계열 거래 (2026.06.30)

주체	지분 관계	동사와의 거래·보증
최상위지배자(개인)	㈜위버랩스 100% 보유	테크랩스 지분 매수청구권 상대방 · 신한은행 차입 담보 333억원 제공
㈜위버랩스	㈜메타랩스 최대주주 (외 3인 55.69%)	메타랩스 주식 49.22%에 주식담보계약
㈜메타랩스	동사 최대주주 51.15% (유가증권시장)	유상증자 95.0억원 납입 · 모모랩스 지분 58.0억원 매도 · 보증 58.4억원
㈜메타로보틱스	메타랩스 종속회사	테크랩스 지분 325.6억원 매도 · 의결권 3.21% 위임 · 보증 265.1억원
㈜메타약품·㈜메타에스앤씨	기타 특수관계자	동사 차입처 (10억원 · 2억원)
㈜테크랩스	동사 종속 47.51% (위임 포함 의결권 50.72%)	인터넷 광고 · 2026.06.30 연결 편입 · 해외 자회사 2사
㈜모모랩스	동사 종속 60.17%	MSO · 모모부산·대구·수원 각 55%
㈜다이트랩·㈜플란랩스	관계기업 27.87% · 32.26%	테크랩스를 통해 간접 보유 · 병원경영컨설팅

자료: 25년 사업보고서 VII·IX, 26년 반기보고서 연결주석 1·14·36·37, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 헬스케어 사업 인프라 확대와 사업 다각화를 위해 부동산·MSO·광고 회사를 인수했다고 설명한다(25년 사업보고서 II-1).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 이후 지분 취득의 주된 상대방은 메타랩스 계열이다. 메타랩스·메타로보틱스에 지급한 지분 매입 대금만 383.6억원이다(25년 사업보고서 주석 37, 26년 반기 주석 37).
  - 같은 기간 계열이 동사에 넣은 돈은 유상증자 95억원(2025.06 35억원, 2026.06 60억원)이다.
  - 사업 다각화의 결과 연결 매출은 2024년 202.1억원에서 2025년 328.2억원으로 늘었지만, 영업이익은 15.0억원에서 13.2억원으로 줄었다.

매출 구성

매출 증가는 인수한 회사가 만들었고, 원래 하던 유통 사업은 작아지고 있다

26년 상반기 연결 매출은 188.8억원으로 전년 동기 117.6억원보다 60.6% 늘었다. 증가분 71.2억원보다 MSO 매출 87.6억원이 더 크다. MSO 부문은 ㈜모모랩스를 2025.06.30 연결에 편입하면서 생겼으므로 25년 상반기에는 없었다.

마진노트 — 연결 범위 변화를 걷어내면 기존 사업은 역성장

MSO를 빼면 의약품·메디컬·부동산 3개 부문 매출은 117.6억원에서 101.3억원으로 13.9% 줄었다. 메디컬 −26.7%, 의약품 −9.7%, 부동산 −16.1%다. 부동산 감소는 인천 부평 건물 매각(2026.01.20, 120억원)에 따른 것이다.

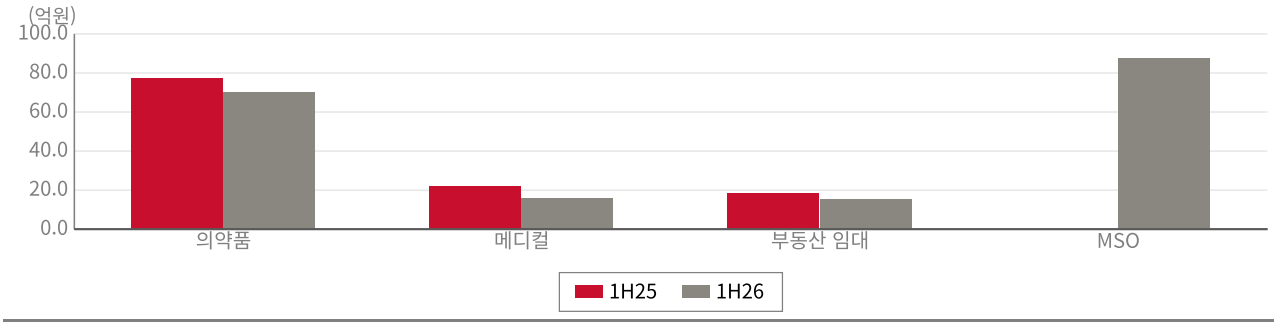
기존 3개 부문과 MSO의 반기 비교 (단위: 억원, %)

부문	1H25 매출	1H26 매출	증감률	1H25 영업이익	1H26 영업이익
메디컬	21.8	16.0	-26.7	10.1	6.9
의약품	77.5	69.9	-9.7	1.1	-0.9
부동산 임대	18.3	15.3	-16.1	5.0	3.6
기존 3개 부문 소계	117.6	101.3	-13.9	16.2	9.6
MSO	-	87.6	-	-	4.2
본사 공통 등	-	-	-	-2.8	-
연결 합계	117.6	188.8	60.6	13.5	13.7

자료: 26년 반기보고서 연결주석 5, R-Advisory

주: 25년 상반기는 본사 공통비(−2.8억원)를 별도 열로, 26년 상반기는 공통비를 매출액 비율로 각 부문에 배부해 표시했다. 비교는 공통비 포함 기준(13.5억원 → 9.6억원)으로 한다.

반기 부문별 매출 — 1H25 대 1H26



자료: 26년 반기보고서 연결주석 5, R-Advisory

연간으로 보아도 같다. 2025년 의약품·메디컬 매출 합계는 192.9억원으로 2024년 196.5억원보다 1.8% 줄었다. 메디컬 주요 품목의 판가는 2025년 중 NOVOSIS 18.2%, Surefuse-TM 20.0%, 이엔콜 33.1% 내렸다(25년 사업보고서 II-2). 의약품부문 영업이익은 2025년 −0.1억원, 26년 상반기 −0.9억원이다. 매출 150억원 규모를 팔아 이익을 거의 남기지 못하는 구조다.

매출처 집중도도 높다. 2025년 세란병원 32.1%, 명문약국 13.1%였다. 26년 상반기 상위 3개 매출처(A사·B사·C사) 비중은 55.8%다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2025년 매출 증가를 모모랩스 연결 편입과 투자부동산 추가 취득의 결과로 설명하고, 메디컬부문은 점진적으로 성장했다고 밝혔다(25년 사업보고서 IV).
- **숫자기반 해석**:
  - 본사 공통비를 포함해 같은 기준으로 맞추면 기존 3개 부문 영업이익은 13.5억원에서 9.6억원으로 28.9% 줄었다. 연결 영업이익 13.7억원 중 MSO가 4.2억원을 채웠다.
  - 메디컬 매출은 2025년 연간 +4.7%였으나 26년 상반기 −26.7%로 방향이 바뀌었다. 하락 원인은 공시되지 않았다.
  - 테크랩스(26년 상반기 매출 365.5억원)는 2026.06.30부터 연결 범위에 들어왔다. 하반기 연결 매출 변화에는 이 편입 효과가 섞이므로, 기존 3개 부문 숫자를 따로 보아야 한다.

계열 거래와 자산

늘어난 자산은 대부분 최대주주 계열에서 사 온 비상장 지분과 그 웃돈이다

연결 자산총계는 2024년 말 1,578.2억원에서 26년 6월 말 2,439.5억원으로 861.3억원 늘었다. 같은 기간 영업권은 49.3억원에서 668.7억원으로 619.4억원 늘었다. 늘어난 자산의 72%가 영업권이다.

> **마진노트** — 영업권과 계열 지분이 자본의 절반을 넘는 구조

영업권 대부분은 ㈜테크랩스(인터넷 광고 대행)에서 나왔다. 동사는 2025.09~12월 ㈜메타로보틱스(메타랩스 종속회사)에서 테크랩스 지분을 215.6억원에 샀고, 2026.06.29 110.0억원어치를 더 샀다. 지분율 47.51%에 메타로보틱스가 위임한 의결권 3.21%를 더한 50.72%와 기타주주의 분산 정도·과거 주총 참여 양상을 근거로 지배력이 있다고 판단해 종속회사로 편입했다(26년 반기 연결주석 14).

테크랩스 지분 매입 단가와 테크랩스 실적 (단위: 원, 억원)

구분	2025.09~12 매입	2026.06 매입
주당 매입가	55,000	53,000
매도인	㈜메타로보틱스	㈜메타로보틱스
테크랩스 반기 매출(직전 반기)	491.1 (1H25)	365.5 (1H26)
테크랩스 반기 순이익(직전 반기)	30.4 (1H25)	-11.8 (1H26)
테크랩스 자본총계	442.3 (2025말)	430.4 (1H26말)

자료: 25년 사업보고서 연결주석 13·37, 26년 반기보고서 연결주석 14·37·39, R-Advisory

주: 주당 매입가 = 매입대금 ÷ 매입주식수. 2026.06 매입 207,548주가 지분 6.67%라는 공시로 역산한 테크랩스 전체 주식가치는 약 1,650억원으로, 반기말 자본총계의 약 3.8배다.

테크랩스 반기 매출은 25.6% 줄었고 순이익은 흑자에서 적자로 돌아섰다. 그런데 동사가 계열에서 사들인 주당 가격은 55,000원에서 53,000원으로 3.6% 낮아지는 데 그쳤다. 연결 편입 때 기존 보유지분의 공정가치는 장부금액을 그대로 대용치로 썼다(579.2억원, 잠정). 식별 가능한 순자산은 199.7억원이고 영업권은 593.8억원이다.

모모랩스 거래도 같은 구조다. 동사는 2025.06.05 메타랩스에서 모모랩스 지분 50.39%를 58.0억원에 샀다. 회사가 공시한 모모랩스 자본총계는 4.1억원, 당기순손실은 9.4억원이었다(25년 사업보고서 XI-4). 100% 환산 가치 115.1억원은 자본총계의 약 28배다. 모모랩스 매출은 112.0억원이었고, 취득 때 무형자산 77.0억원을 새로 잡아 식별 순자산을 47.2억원으로 평가했다. 그래도 영업권 33.0억원이 남았다.

테크랩스 지분에는 풋옵션(정해진 값에 되팔 권리)이 붙어 있다. 2028년 말까지 상장하지 못하거나 상장 평가가 취득가액에 못 미치면 취득가액에 연 3%를 얹어 최상위지배자 개인에게 되팔 수 있다. 이 권리는 반기말 파생상품자산 81.6억원으로 잡혀 있다. 권리의 가치는 결국 개인 한 명의 지급 능력에 달려 있다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 테크랩스 인수 목적을 「지배력 강화를 통한 경영참여 확대」로, 모모랩스 인수 목적을 「헬스케어 사업분야 시너지 확대」로 밝혔다(25년 사업보고서 XI-4). 테크랩스 투자 원금은 풋옵션으로 보호된다고 볼 수도 있다.
- **숫자기반 해석**:
  - 영업권 668.7억원은 반기말 지배주주지분 1,254.2억원의 53.3%다. 영업권과 기타 무형자산(132.8억원)을 빼면 지배주주 몫 유형 순자산은 약 452.7억원이다.
  - 2025년 테크랩스 장부금액 583.9억원은 테크랩스 자본총계의 지분율 해당액 175.9억원보다 408.0억원 많았다. 감사인은 2024·2025년 연속으로 관계기업투자 손상평가를 핵심감사사항으로 지정했다.
  - 2024년 재무제표는 풋옵션을 빠뜨린 오류로 재작성됐다(파생상품자산 73.8억원 과소, 관계기업투자 62.6억원 과대계상).
  - 위임 의결권 3.21%가 빠지면 의결권은 47.51%로 과반에 못 미친다. 위임의 기간·철회 조건은 공시로 확인되지 않는다.

최대주주는 주가가 내린 구간에서 과반 지분을 확보했고, 회사 돈은 같은 계열로 다시 나갔다

동사는 2025.06 메타랩스에 주당 500원(감자 전)으로 35억원을 유상증자했다. 1년 뒤인 2026.06에는 주당 1,230원(감자 후)으로 60억원을 증자했다. 감자 전 기준으로 환산하면 123원으로, 1년 전 발행가보다 75.4% 낮다. 이 차이는 그 사이 주가 하락을 반영한다. 이사회 결의일(2026.06.09) 종가 1,328원 대비로는 7.4% 낮은 가격이다.

> **마진노트** — 증자로 들어온 돈보다 계열로 나간 돈이 큰 자본 거래

이 증자로 메타랩스 지분율은 37.28%에서 51.15%로 올라 과반이 됐다. 60억원의 사용처는 「타법인증권 취득자금」이었다(26년 반기보고서 III-7). 같은 달 29일 동사는 메타로보틱스에 테크랩스 지분 대금 110.0억원을 지급했다.

최대주주 계열과의 자금 흐름 (2025.01~2026.06, 단위: 억원)

일자	거래	상대방	동사 기준 현금
2025.06.05	모모랩스 지분 50.39% 매입	㈜메타랩스	-58.0
2025.06.20	유상증자(500원)	㈜메타랩스	+35.0
2025.09.25	테크랩스 지분 매입	㈜메타로보틱스	-175.0
2025.12.22	테크랩스 지분 매입	㈜메타로보틱스	-40.6
2026.06.18	유상증자(1,230원)	㈜메타랩스	+60.0
2026.06.29	테크랩스 지분 매입	㈜메타로보틱스	-110.0
합계			-288.6

자료: 25년 사업보고서 연결주석 37, 26년 반기보고서 연결주석 37·III-7, R-Advisory

주: 기타 특수관계자인 ㈜플란랩스(63.5억원)·㈜다이트랩(25.0억원) 증자 참여와 테크랩스 신주·상환전환우선주(이익배당·상환 권리가 붙은 우선주) 출자(35.0억원)는 표에서 뺐다.

2026년 3월 정기주총에서는 발행할 주식 총수를 3억주에서 10억주로 늘렸다. 반기말 발행주식수 2,206만주의 약 45배다. 감자(2026.04.27) 한 달 전 주총에서 신주 발행 한도를 3배 넘게 넓힌 셈이다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 최대주주 대상 증자를 「연결 기준 사업 외형과 수익 기반을 확대하고 중장기 성장 기반을 강화하기 위한 전략적 투자」 재원이라고 밝혔다(머니투데이, 2026.06.09). 최대주주의 지분 확대는 책임경영 신호로 읽힐 수 있다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 이후 동사가 메타랩스·메타로보틱스에 지급한 지분 대금은 383.6억원, 받은 증자 대금은 95.0억원이다. 계열로 순유출된 현금은 288.6억원이다.
  - 2026.06 증자가 1,230원이었고 기준일 주가는 1,159원이다. 최대주주는 감자 직후 하락 구간에서 과반 지분을 확보했다.
  - 발행 한도 10억주와 발행주식수 2,206만주의 차이(약 9.8억주)의 사용 계획은 공시로 확인되지 않는다.

유동성

장부상 자본은 두텁지만, 가까운 만기의 빚은 현금과 영업으로 감당되지 않는다

반기말 부채비율은 77.2%로 업종(KSIC 46, 도매업) 중위 55.3%보다 높지만 위험한 수준은 아니다. 문제는 만기 구조다. 유동부채는 1,021.3억원, 유동자산은 492.5억원이다. 유동비율은 48.2%이고 별도 기준으로는 18%다. 회사는 반기 재무제표에 계속기업 가정의 불확실성을 직접 적었다(연결주석 40).

마진노트 — 부채비율은 낮고 유동비율은 바닥인 불균형

1년 안에 만기가 오는 차입과 상환 재원 (2026.06.30, 단위: 억원)

항목	금액	비고
신한은행 시설대출	275.5	만기 2026.10.31, 투자부동산 담보·최상위지배자 부동산 담보
국민은행 시설대출	160.0	만기 2027.02.12
단기차입금(10건)	157.0	만기 2026.09~2027.06, ㈜메타약품 10억원 포함
기타 유동성장기부채	24.9	
전환사채(장부금액)	88.2	권면 100억원, 2026.09.25부터 조기상환 청구 가능
1년 내 상환 대상 합계	705.6	
현금및현금성자산	109.7	
투자부동산 공정가치	655.5	2025년말, 대부분 담보 제공

자료: 26년 반기보고서 연결주석 19·20·36, 25년 사업보고서 연결주석 16, R-Advisory

현금은 2024년 말 300.6억원에서 2025년 말 15.9억원까지 줄었다. 2025년 한 해 투자활동으로 597.3억원이 나갔다. 투자부동산 225.4억원, 관계기업(테크랩스) 지분 230.6억원, 비상장 지분증권 119.5억원이 주된 용처였다. 재원은 장기차입 229.8억원, CB(전환사채) 100억원, 증자 35억원이었다.

2026.09.28 동사는 CB 권면 77억원을 77.8억원에 조기 취득했다(주요사항보고서(자기전환사채만기전취득결정), 2026.09.28). 재원은 자기자금과 차입금이다. 전환가(주식 전환 가격)는 2026.07.27 1,855원에서 최저 한도인 1,815원으로 조정됐다(26년 반기보고서 연결주석 38). 남은 CB는 23억원(1,267,217주)이다. 신한은행 차입금 275.5억원의 만기 연장 또는 상환 여부는 2026.10.19 현재 공시로 확인되지 않는다.

현금흐름 시계열 (단위: 억원)

	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동현금흐름	-128.6	44.8	24.2	25.2	38.3
투자활동현금흐름	88.3	-200.9	-597.3	-430.7	-3.4
재무활동현금흐름	-43.6	255.9	288.4	191.3	58.8
기말 현금	200.8	300.6	15.9	86.5	109.7
현금 이자지급	5.7	5.9	21.4	10.5	9.4

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 기존 차입금의 만기 연장과 투자부동산 매각으로 자금을 마련할 계획이라고 밝혔다(26년 반기보고서 연결주석 40). 최상위지배자와 계열사가 담보·보증을 제공하고 있다.
- **숫자기반 해석**:
  - 1년 내 상환 대상 705.6억원 대비 반기말 현금은 109.7억원(0.16배)이다.
  - 2025년 영업이익 13.2억원은 현금 이자지급 21.4억원의 0.62배였다. 영업으로 이자를 다 내지 못했다.
  - 2024~26년 상반기 누적 영업현금흐름은 107.3억원, 투자현금흐름은 −801.6억원이다. 차이는 차입과 증자로 메웠다.
  - 차입 보증을 계열(메타로보틱스 265.1억원, 메타랩스 58.4억원)과 최상위지배자 개인(부동산 담보 333억원)이 서고 있다. 계열의 신용이 흔들리면 동사의 차환 조건도 함께 흔들린다.
  - 신한은행 차입의 연장 여부는 10월 말 이후 공시에서 확인할 수 있다.

이익의 질

영업이익은 유지됐지만, 원가와 채권이 같은 계열과 얽혀 있어 외부에서 검증하기 어렵다

26년 상반기 MSO 부문 매출원가는 67.3억원이다. 같은 기간 특수관계자 거래표에서 테크랩스에 지급한 기타비용도 67.3억원으로 금액이 정확히 일치한다(26년 반기 연결주석 5·37). MSO 사업의 원가 전부가 계열 광고회사로 지급됐을 가능성을 보여준다.

> **마진노트** — MSO 원가와 계열 채권의 비중이 큰 손익 구조

반기말 매출채권 301.8억원 중 특수관계자 채권은 153.8억원(51.0%)이다. 채무자는 플란·리팅·다이트·셀팅 계열 법인들이다. 테크랩스 연결 편입으로 들어온 채권이 대부분이다. 2025년 연간 순손익은 −2.1억원이었고, 관계기업투자처분이익 13.0억원과 지분법(관계기업 손익을 지분율만큼 반영하는 방식) 이익 4.2억원이 없었다면 적자 폭은 더 컸다.

영업외 손익 분해 (단위: 억원)

	2025	1H25	1H26
영업이익	13.2	13.5	13.7
금융수익	14.2	15.0	9.3
금융원가	-41.2	-11.1	-14.1
기타손익	-5.6	3.9	8.0
관계기업투자손익	17.2	8.0	-4.7
법인세비용차감전순이익	-2.0	29.2	12.2

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사의 별도 설명은 공시되지 않았다. 숫자로 보면 26년 상반기 연결 영업이익은 13.7억원으로 전년 동기 13.5억원을 유지했고, MSO 부문은 2025년 하반기 영업손실 12.4억원에서 상반기 영업이익 4.2억원으로 돌아섰다.
- **숫자기반 해석**:
  - MSO 부문의 매출원가 67.3억원과 테크랩스 지급액 67.3억원이 같다. 테크랩스가 연결된 하반기부터 이 거래는 내부거래로 제거된다. 그 결과 연결 MSO 이익률이 어떻게 보일지는 공시로 확인되지 않는다.
  - 특수관계자 매출채권 153.8억원의 대부분은 테크랩스 편입 때 들어온 채권(편입 시 매출채권 238.2억원)이다. 회수 일정은 공시되지 않았다.
  - 2025년 영업권 손상 7.4억원, 당기손익-공정가치 측정 금융자산 손실 15.2억원이 이미 인식됐다(25년 사업보고서 IV).

산업 환경

산업 환경과 전망 — 시장은 커진다는 전망이 있지만, 동사 매출의 절반은 규제 단속 대상 업종에 놓여 있다

동사 수익성을 좌우하는 변수는 네 가지다. 첫째는 MSO 규제다. 2026년 5월 검찰·경찰·보건복지부·국민건강보험공단·국세청·금융감독원이 불법 의료 관련 합동수사팀(약 30명)을 꾸렸다. 7월 28~29일 서울 강남 병의원을 압수수색했다(머니투데이, 2026.07.30). 건보공단은 인력 파견을 통한 지배, 과도한 수수료, 병원 건물 소유를 통한 임대료 수취를 불법 MSO 유형으로 꼽았다.

마진노트 — 매출 절반을 차지하는 MSO에 정부 단속이 본격화

둘째는 의료기기 판가다. 메디컬부문 주요 품목 3개의 판가는 2025년 18~33% 내렸다. 셋째는 인공관절 시장의 성장 속도다. 회사가 사업보고서에 인용한 식품의약품안전처 통계 추산은 국내 인공관절 시장이 2022년 1,228억원에서 2027년 1,362억원으로 연 2.1% 자란다는 것이다. 이 시장의 84.6%는 수입 제품이다. 넷째는 전방 시장 규모다. 의약품관리종합정보센터에 따르면 2025년 국내 의약품 유통액은 107.9조원이고 그중 55%(59.9조원)가 도매상을 거쳤다. Business Research Insights는 글로벌 헬스케어 컨설팅 시장이 2025년 3,971억 달러에서 2034년 9,025억 달러로 연 9.55% 커진다고 전망했다(26년 반기보고서 II 인용). 국민건강보험공단 기준 탈모 진료 환자는 2017년 21.4만명에서 2021년 24.4만명으로 13.7% 늘었다.

산업 변수와 업계 전망

변수	현재 상태 (기준일)	2026년 이후 업계 전망	출처
MSO 규제	합동수사팀 출범(2026.05), 강남 병의원 압수수색(2026.07.28~29)	불법 MSO 단속 확대	머니투데이(2026.07.30)
의료기기 판가	주요 품목 판가 18.2~33.1% 하락(2025)	확인되지 않음	25년 사업보고서 II-2
국내 인공관절 시장	1,228억원(2022)	1,362억원(2027), 연 2.1% 성장	식약처 통계 기반 추산(25년 사업보고서 II-7 인용)
의약품 유통 마진	동사 의약품부문 영업이익률 -1.3%(1H26)	확인되지 않음	26년 반기보고서 연결주석 5
국내 의약품 유통 규모	107.9조원, 도매 경유 55%(2025)	확인되지 않음	의약품관리종합정보센터 「2025 완제의약품 유통정보 통계집」(26년 반기보고서 II 인용)
글로벌 헬스케어 컨설팅 시장	3,971억 달러(2025)	9,025억 달러(2034), 연 9.55%	Business Research Insights BRI119672(26년 반기보고서 II 인용)

자료: 머니투데이, 식품의약품안전처, 의약품관리종합정보센터, Business Research Insights, 전자공시 DART, R-Advisory

외부 전망은 전방 시장의 성장을 가리키지만 동사의 26년 상반기 의약품·메디컬 매출은 줄었다. 의약품부문 영업이익률은 −1.3%이고, 메디컬 매출 감소의 원인은 공시되지 않았다. MSO 부문은 반기 매출의 46.4%를 차지한다. 동사 계열의 MSO 법인과 거래 병원이 단속 대상인지는 공시로 확인되지 않는다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 탈모 관리 연령이 낮아지면서 관련 시장이 커지고 있고, 모발이식 병원과의 협력으로 동반 성장하겠다고 밝혔다(25년 사업보고서 II-1).
- **숫자기반 해석**:
  - 회사가 인용한 수치는 탈모 환자 수(2021년 24.4만명)이며, MSO 매출 87.6억원과 연결되는 국내 모발이식 시장 규모는 제시되지 않았다.
  - MSO 반기 영업이익률은 4.7%(4.2억원 ÷ 87.6억원)로, 업종 KSIC 46 중위 영업이익률 1.33%보다는 높다.
  - MSO 부문은 반기 매출의 46.4%(87.6억원)다. 동사 MSO의 계약 병원이 단속 대상인지는 공시로 확인되지 않는다.

시장 평가

낮은 PBR이 저평가인지, 자산의 질에 대한 의심인지는 아직 가를 수 없다

기준일 시가총액은 255.6억원으로 반기말 지배주주지분 1,254.2억원의 0.20배다. 업종(KSIC 46) 중위 PBR 0.82배, 동일 업종 상장사 5사 중위 0.82배보다 크게 낮다. 2025년 지배주주순이익 기준 PER은 51.3배로 업종 중위 12.63배보다 높다. 이익은 거의 없고 자산은 크다는 뜻이다.

마진노트 — 장부가치의 5분의 1 가격, 그 이유가 장부 안에 있다는 가설

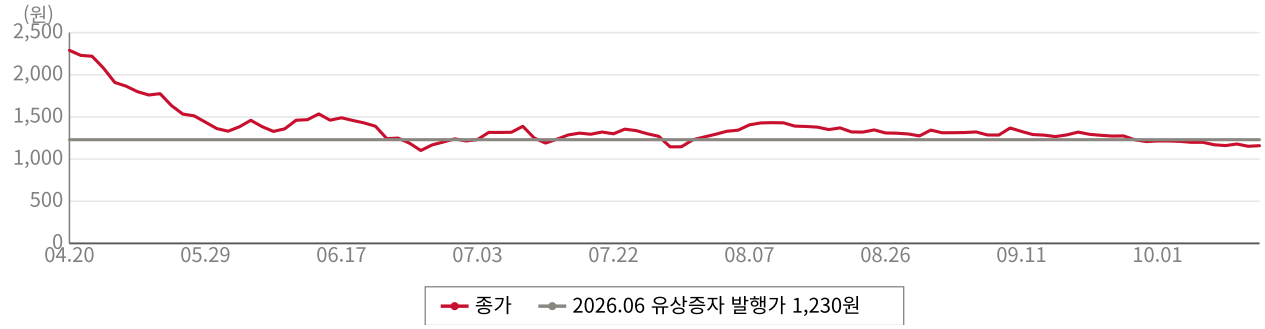
동사·업종·비교 5사 지표 비교

구분	동사	업종(KSIC 46) 중위	비교 5사 중위
PBR(배)	0.20	0.82	0.82
PER(배)	51.3	12.63	9.53
ROE(%)	0.42	1.70	2.98
영업이익률(%)	4.0	1.33	5.38
부채비율(%)	63.6	55.27	50.80

자료: 발행사 확인(2026.10.19), 전자공시 DART, R-Advisory

주: 동사 PBR·PER은 발간일 주가 기준, 나머지 동사 지표는 2025년 연결. 업종 중위는 n=125사, 비교 5사(A사~E사)는 동일 세분업종 자동선정이며 1사가 적자라 중위값의 대표성이 약하다.

주가 추이 (2026.04.20~10.16, 일간 종가)



자료: 발행사 확인(2026.10.19), 감자 소급 조정 종가, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 회사의 별도 설명은 공시되지 않았다. 숫자로 보면 장부상 지배주주지분이 시가총액의 4.9배이고, 투자부동산 공정가치(655.5억원)만으로도 시가총액을 넘는다. 자산가치 대비 저평가로 볼 수 있다.
- **숫자기반 해석**:
  - 지배주주지분에서 영업권·무형자산을 빼면 약 452.7억원(시가총액의 1.8배)이다. 여기에 개인 상대 풋옵션 81.6억원이 포함돼 있다.
  - 투자부동산은 차입금 담보로 묶여 있고, 그 차입금 435.5억원(신한·국민)은 1년 안에 만기가 온다.
  - 이 괴리가 자산의 질 때문인지, 거래 유동성(일평균 거래대금 0.28억원, 시장 하위 4.1%) 때문인지는 이 자료만으로 가를 수 없다. 가설로 둔다.

리스크 요인

① **차입금 만기와 계속기업 불확실성.** 신한은행 차입금 275.5억원이 2026.10.31 만기다. 반기말 현금 109.7억원으로는 상환할 수 없고, 9월 CB 조기 취득(77.8억원)에 자기자금과 차입금이 쓰였다. 회사는 만기 연장과 부동산 매각을 계획으로 밝혔다. 연장이 안 되면 담보 부동산 처분이나 추가 증자가 필요하다. 추가 증자는 늘어난 발행 한도(10억주) 안에서 이뤄질 수 있다.

② **영업권 손상.** 영업권 668.7억원은 연결 편입이 잠정 회계처리된 상태다. 테크랩스는 26년 상반기 적자였고 매출은 25.6% 줄었다. 연말 손상검사에서 손상이 나면 자본이 직접 줄어든다. 감사인은 2년 연속 관계기업투자 손상평가를 핵심감사사항으로 지정했다.

③ **특수관계 거래 의존.** 지분 매입, 차입, 보증, MSO 원가, 매출채권이 모두 같은 계열과 얽혀 있다. 2024년 재무제표는 계열 지분에 붙은 풋옵션 누락으로 재작성됐다. 테크랩스·메타랩스·메타에스앤씨·메타약품 4사는 한 금융기관을 상대로 보증금반환 소송(소가 24억원, 1심)을 진행 중이다. 계열 4사가 같은 소송의 원고로 묶여 있다는 점은 자금 관계가 얽혀 있음을 보여준다.

④ **지배력 근거.** 회사는 의결권 위임 3.21%와 기타주주 분산·주총 참여 양상을 근거로 테크랩스 지배력을 판단했다. 위임이 없으면 직접 의결권은 47.51%이고, 위임의 기간·철회 조건은 공시로 확인되지 않는다.

⑤ **규제.** 정부의 MSO 합동 단속이 진행 중이다. MSO 부문은 반기 매출의 46.4%다.

⑥ **공시·제재 이력.** 2023년 불성실공시법인 지정(단일판매 공급계약 취소), 공정거래위원회 기업결합 신고 지연 과태료 2건, 2018~2022 사업연도 세무조사 추징(9.7억원) 이력이 있다(25년 사업보고서 XI-3).

실적 및 재무제표 (연결)

손익계산서 (단위: 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	172.6	202.1	328.2	117.6	188.8
매출원가	107.3	125.4	228.2	67.0	130.6
(매출원가율(%))	62.2	62.0	69.5	57.0	69.2
매출총이익	65.3	76.7	100.0	50.6	58.2
(매출총이익률(%))	37.8	38.0	30.5	43.0	30.8
판매비와 관리비	55.7	61.7	86.8	37.1	44.5
영업이익	9.6	15.0	13.2	13.5	13.7
(영업이익률(%))	5.6	7.4	4.0	11.5	7.3
EBITDA(영업이익+상각비)	-	-	46.2	24.6	23.1
영업외손익	-55.0	4.0	-15.2	15.7	-1.5
(관계기업손익)	-10.4	-15.7	17.2	8.0	-4.7
(금융수익)	21.2	10.4	14.2	15.0	9.3
(금융비용)	-56.4	-56.1	-41.2	-11.1	-14.1
(기타)	-9.3	65.4	-5.6	3.9	8.0
법인세차감전순손익	-45.4	19.0	-2.0	29.2	12.2
(법인세비용)	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.8
계속사업손익	-45.5	19.0	-2.1	29.2	12.9
중단사업손익	-214.7	57.0	-	-	-
당기순이익	-260.2	75.9	-2.1	29.2	12.9
지배지분순이익	-145.4	85.0	5.0	29.2	8.3
비지배지분순이익	-114.8	-9.0	-7.1	0.0	4.6
기타포괄이익	0.4	2.8	-13.7	0.3	-0.0
포괄순이익	-259.8	78.7	-15.8	29.6	12.9

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

주: 2024년은 재작성 후. EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비 + 사용권자산상각비(2025년 33.0억원, 반기는 부문정보 「감가상각비 등」). 2023·2024년 EBITDA는 상각비에 중단영업분이 섞여 있어 생략했다.

재무상태표 (단위: 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
유동자산	532.7	505.6	291.3	492.5
현금및현금성자산	200.8	300.6	15.9	109.7
매출채권 및 기타채권	122.5	86.3	118.8	301.8
매각예정자산	-	-	115.9	-
비유동자산	1,020.4	1,072.6	1,688.3	1,947.0
관계기업투자	505.0	349.8	583.9	230.6
투자부동산	-	516.1	637.6	636.8
영업권	148.5	49.3	75.0	668.7
기타 무형자산	128.4	42.5	125.7	132.8
파생상품자산(비유동)	-	-	74.4	81.6
자산총계	1,553.0	1,578.2	1,979.6	2,439.5
유동부채	159.6	119.5	518.9	1,021.3
단기차입금·유동성장기부채	20.0	71.6	276.1	617.4
유동성전환사채	-	-	85.9	88.2
비유동부채	16.4	290.7	250.9	41.4
장기차입금	-	276.1	229.8	12.7
부채총계	176.0	410.2	769.8	1,062.7
지배주주지분	1,059.1	1,168.0	1,194.2	1,254.2
자본금	769.4	823.9	858.9	110.3
결손금	-822.5	-718.4	-713.1	-46.5
비지배지분	318.0	-	15.6	122.6
자본총계	1,377.0	1,168.0	1,209.8	1,376.8
총차입금	-	355.7	593.2	739.6
순차입금	-	55.1	577.3	629.9

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

주: 2023년은 원공시(재작성 전) 기준. 총차입금은 차입금·전환사채·리스부채 합계. 2026.04.27 10:1 무상병합으로 자본금이 줄고 결손금이 보전됐으며 자본총계는 변하지 않았다.

현금흐름표 (단위: 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동현금흐름	-128.6	44.8	24.2	25.2	38.3
투자활동현금흐름	88.3	-200.9	-597.3	-430.7	-3.4
(투자부동산 취득)	-	-411.6	-225.4	-223.2	-
(관계기업투자 취득)	-	-	-230.6	-	-
(사업결합 순유출)	-	-64.2	-52.7	-52.7	-28.6
재무활동현금흐름	-43.6	255.9	288.4	191.3	58.8
현금 증감	-83.9	99.8	-284.7	-214.2	93.7
FCF(영업CF – 유·무형·투자부동산 취득)	-179.0	-395.8	-274.5	-	-

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

주요지표

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
부채비율(%)	12.8	35.1	63.6	77.2
유동비율(%)	333.8	423.1	56.1	48.2
차입금의존도(%)	-	22.5	30.0	30.3
영업이익 ÷ 현금이자(배)	1.7	2.5	0.6	1.5
영업CF ÷ 영업이익(배)	-13.4	3.0	1.8	2.8
발행주식수(백만주, 감자 환산)	15.4	16.5	17.2	22.1

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

기업가치 제고 진단

자본비용(COE)과 Equity Spread (D1)

입력 원천: 발행사 확인(2026.10.19), 기준일 2026.10.16

COE 산식

COE **5.13%** 자기자본비용 = Rf 무위험수익률 **3.854%** 국고채 3년 · 2026.10.16 + β × ERP(주식 위험프리미엄) **0.183 × 7.0%** KSIC 46 중위 베타* × 정책 상수 †

자료: 발행사 확인(2026.10.19), R-Advisory

Equity Spread (2025)

기준	ROE	COE	Equity Spread	경제적 손익
2025년 지배주주 기준(기말자본)	0.42%	5.13%	-4.72%p	-56.3억원
2025년 연결 기준(기말자본)	-0.18%	5.13%	-5.31%p	-64.2억원

자료: 발행사 확인(2026.10.19), 전자공시 DART, R-Advisory

ERP 감도

ERP 감도	5%	6%	7%	8%
COE	4.77%	4.95%	5.13%	5.32%
Spread(연결)	-4.94%p	-5.13%p	-5.31%p	-5.49%p

자료: 발행사 확인(2026.10.19), R-Advisory

* 개별 베타(0.254, 결정계수 0.08)는 쓰지 않았다. 3개월 일평균 거래대금이 0.28억원(시장 하위 4.1%)으로 얇아 회귀 베타가 낮게 눌린다. 산업 중위 베타 0.183도 낮은 편이어서 COE 5.13%는 보수적으로 높게 잡은 값이 아니다.

† ERP는 관측치가 아니라 발행사가 정한 정책 상수다. Rf·β는 발간일 기준값이며, 2025년 연말 시점 값은 확보하지 않았다.

결론: 요구수익률을 낮게 잡아도 ROE가 그 아래에 있다. Spread를 양으로 돌리려면 순이익률 개선이 먼저다.

ROE 3분해 (D2)

ROE 3분해 (2025, 지배주주)

ROE		순이익률		자산회전율		재무레버리지
0.42%	=	**1.52%**	×	**0.18회**	×	**1.51배**
지배주주 · 평균자본		개선고려		개선고려		유지

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

자산이 2년 새 1,553억원에서 1,980억원으로 늘었지만 매출은 328억원에 그쳐 자산회전율이 낮다. 늘어난 자산이 지분·영업권·부동산이어서 매출로 이어지지 않는다.

업종 비교 (D3) — 업종 실적선(중위) 대비

업종 실적선(중위) 대비

지표	동사(2025)	KSIC 46 중위(n=125)	GICS 20 중위(n=530)	위치
ROE	0.42%	1.70%	2.66%	두 기준 모두 하회
PBR	0.45배	0.82배	1.16배	두 기준 모두 하회
영업이익률	4.0%	1.33%	2.12%	두 기준 모두 상회
부채비율	63.6%	55.27%	66.55%	두 기준 사이
주주환원율	0%	-	-	최근 3년 배당 없음
Equity Spread	-4.72%p	-	-	0 미만

자료: 발행사 확인(2026.10.19), 전자공시 DART, R-Advisory

주: 동사 PBR은 2025년 말 기준(발간일 주가 기준으로는 0.20배). 업종 목표선(공시기업의 약속치)은 이번 자료에 없어 실적선(시장 기록치)만 비교했다. 세분류 KSIC 4659는 표본이 8~9사로 작아 판정에서 뺐다.

주주환원 설계 (D4)

최근 3년 누적 FCF는 −849.3억원, 누적 지배주주순이익은 −55.4억원이다. 둘 다 음수여서 환원 산식을 설계할 수 없다. 최근 3년 배당은 없고, 정관상 배당절차 개선(배당액 확정 후 기준일 지정)은 도입 계획이 없다(25년 사업보고서 III-6). 환원 설계보다 유동성 해소가 먼저다.

KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단 (D5)

공시 이력: 확인된 공시 없음 (확인일 2026.10.19, 발행사 확인)

동사는 기업가치 제고 계획을 공시하지 않았다. 12개 항목(현황진단·자본비용 분석·계량 목표·계획·인센티브·이행평가·소통·지배구조 등) 모두 근거 공시가 없다. 사업보고서·반기보고서에도 기업가치 제고·주주가치 제고 관련 서술은 없다. 공시한다면 자본비용 분석과 지배구조 개선 일정이 이 회사에 가장 필요한 항목이다. 특수관계 거래 승인 절차와 이사회 독립성이 투자자의 핵심 의문이기 때문이다.

레이먼인덱스 포지셔닝 (D6) — 유가증권시장 × KSIC 46

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · FY2025

산식 v3.1, 연결 기준, 100점 환산. 유가증권시장 × KSIC 46 모집단 44사.

CEI 자본효율	**58.4**		3년 연속 상승(45.2→58.4)했지만 업종 중위 65.8 아래, 백분위 31.8%.
CGI 현금거버넌스	**33.1**		3년 내내 업종 하위 10% 안팎. **2023년에도 31.0**이었다.
RII 재투자강도	**84.8**		업종 상위 10% 경계(83.7)를 넘었다. **투자 지출의 대부분은 부동산·계열 지분.**
MAI 실적·투자 정합	**74.0**		백분위 90.9%. 2024년 85.0에서 내려왔다.
종합 등급 A-	**64.5**		2023년 B-(43.3)에서 상승. 백분위 70.5%.

자료: 발행사 확인(2026.10.19), R-Advisory

지수값 원천: 발행사 확인(2026.10.19), 산식 v3.1(업종 내 상대 위치 반영값), 산출일 2026.10.13, 연결 기준

품질 지수 (0~100, 높을수록 우량)

지수	FY2023	FY2024	FY2025	FY2025 업종 중위	상위 10% 경계	동사 백분위
CEI(자본효율)	45.2	52.7	58.4	65.8	82.1	31.8%
CGI(현금거버넌스)	31.0	30.5	33.1	56.7	73.8	9.1%
RII(재투자강도)	44.2	65.8	84.8	45.4	83.7	90.9%
MAI(실적·투자 방향 정합)	75.2	85.0	74.0	61.6	72.9	90.9%
종합	43.3	58.2	64.5	50.1	73.9	70.5%
등급	B-	B+	A-			

자료: 발행사 확인(2026.10.19), R-Advisory

주: 모집단 44사(상장폐지·거래정지·측정불가 제외). 2026년 2분기 분기 지수는 CEI 50.65, CGI 31.36, RII 37.59, MAI 45.25로 연간 계열과 산출 단위가 달라 추세로 잇지 않았다.

위험 지표 (낮을수록 우량, 단일 시점 값)

지표	값	등급	업종 중위	동사 백분위	산출 시점
WP(재무 악화확률)	0.0933	LOW	0.0311	80.4%	2026.05.15
관계형 위험	0.1429	MEDIUM	0.0483	87.0%	관측창 2023.10~2026.04

자료: 발행사 확인(2026.10.19), R-Advisory

주: WP 모델 v8.2.0, 관계형 위험 모델 rel_hazard_v1. 위험 지표 업종 모집단은 46사다.

높은 재투자 점수가 사업 설비 투자를 뜻하지는 않을 수 있다 — 지수 구성 확인이 필요하다

종합 등급은 2023년 B-에서 2025년 A-로 올랐다. 상승을 이끈 것은 RII로, 2023년 44.2에서 2025년 84.8로 올라 업종 상위 10% 경계(83.7)를 넘었다. 그러나 같은 기간 동사의 유형자산 취득은 연 26.6억원 이하였다. 투자 지출의 대부분은 투자부동산(2024년 411.6억원, 2025년 225.4억원)과 관계사 지분(2025년 230.6억원)이었다.

CGI는 3년 내내 업종 하위 10% 안팎(백분위 4.5~9.1%)에 머물렀다. 현금이 200억원 넘게 있던 2023년에도 31.0이었다. WP는 절대 등급이 LOW지만 업종 안에서는 위험한 쪽 20% 안에 있다. 이 값은 2026.05.15 산출이라 반기보고서의 계속기업 불확실성 주석(2026.08.13)을 반영하지 않는다. 관계형 위험 지표에는 계속기업 불확실성 같은 회계·공시 사건이 들어가지 않는다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사의 별도 설명은 없다. 지수로 보면 종합 등급이 3년 만에 B-에서 A-로 오르고 업종 백분위 70.5%에 들었다. CEI도 3년 연속 올랐다(45.2→58.4).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 투자 지출 중 유형자산은 26.6억원, 부동산·계열 지분은 456.0억원이다. RII 84.8은 「다시 사업에 넣은 돈」을 재는 지수다. 지수 산식에 부동산·지분 취득이 들어가는지는 확인이 필요하다.
  - CGI는 2023년 31.0에서 2025년 33.1로 거의 그대로이며, 업종 백분위는 9.1%다.
  - 위험 지표 2개는 2026년 하반기 사건(계속기업 주석, CB 조기상환, 10월 만기)을 담지 않았다. 다음 산출에서 다시 확인해야 한다.

저PBR 위치 진단 (D7)

저PBR 위치

구분	2024.4Q	2025.2Q	2025.4Q
동사 PBR	0.44	0.45	0.45
저PBR 기준선	0.44	0.48	0.48
섹터 내 백분위	26.99%	23.60%	22.42%
모집단	163사	161사	165사
저PBR 해당	✔	✔	✔

자료: 발행사 확인(2026.10.19), R-Advisory

주: 백분위는 높을수록 고평가다. 위 PBR은 반기·연말 시점 시가총액 기준이며, 발간일 주가(1,159원)와 반기말 지배주주지분으로 다시 계산한 PBR은 0.20배다.

동사는 3개 반기 연속 저PBR 구간에 있다. 공식 저PBR 편입 기준의 공표 여부는 확인되지 않았다. 저PBR 상태가 이어지는 원인은 시장 평가 절에서 본 영업권 비중과 유동성 부족으로 설명될 수 있다. 차입금 만기 대응과 영업권 손상검사 결과가 나오기 전까지 이 상태가 바뀔 근거는 공시로 확인되지 않는다.

재무건전성 신호등 (D8)

원천: 재무건전성 기준표(신용평가 3사 공개 방법론 요약), 기준일 2026.06.30(2025년 연간 병기). 앞의 업종 비교 표와 기준이 다르다.

재무건전성 신호등 (2026.06.30)

지표	동사	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	77.2%	≤100%	100~200%	>200%	↑	🟢
차입금의존도	30.3%	≤30%	30~45%	>45%	↑	🟡
순차입금/EBITDA	14.1배	≤2배	2~3.5배	>3.5배	↑	🔴
EBITDA/순이자비용(2025)	2.8배	≥5배	3~5배	<3배	-	🔴
영업이익률	7.3%	≥8%	0~8%	적자	↓	🟡
ROE(2025)	0.42%	≥10%	0~10%	적자	↓	🟡
영업CF/영업이익	2.8배	≥1배	-	-	→	🟢
현금성자산/1년내 만기 차입	0.16배	≥1배	0.5~1배	<0.5배	↓	🔴
유동비율	48.2%	≥150%	100~150%	<100%	↓	🔴
CB 잔액	권면 100억원(반기말)	없음	소액	대량·조기상환 임박	-	🔴

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

주: 순차입금/EBITDA는 최근 12개월 EBITDA(44.7억원 = 2025년 46.2 − 25년 상반기 24.6 + 26년 상반기 23.1) 기준. 순이자비용 = 현금 이자지급 21.4억원 − 이자수취 5.0억원. CB는 2026.09.28 권면 77억원을 조기 취득해 23억원이 남았다.

회계 품질 플래그

✔	**미분해 손익**	2025년 세전손익과 영업이익 차이 −15.2억원(금융원가 41.2억원)
✔	**비현금 금융원가**	금융원가 41.2억원 vs 현금 이자지급 21.4억원
☐	채권 역행	판정 보류 — 매출채권 118.8억원 → 301.8억원 증가분 대부분이 테크랩스 편입분(238.2억원)
☐	흑자인데 영업현금흐름 지속 음(−)	2024년 이후 영업현금흐름은 양
☐	EBITDA ≤ 0	2025년 EBITDA 46.2억원
✔	**전기 재무제표 재작성**	2024년 — 테크랩스 지분 풋옵션 누락

✔ 검출 · ☐ 미검출

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

🔴 판정이 5개다. 재무건전성의 핵심은 레버리지 수준이 아니라 만기 구조다. 대응 수단으로 회사가 밝힌 것은 차입금 만기 연장과 투자부동산 매각이다. 투자부동산 공정가치 655.5억원은 1년 내 만기 담보부 차입 435.5억원을 넘는다. 매각이 장부가 수준에서 이뤄지면 상환 재원은 확보될 수 있다. 매각 시점과 가격이 투자 판단의 핵심 확인 사항이 될 것으로 판단된다.

Compliance Notice

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.

▪ 본 자료의 작성자인 R-Advisory Team을 비롯해 당사 임직원들은 본 자료 제공일 현재 위 자료에 언급된 종목의 주식 및 지분을 보유하고 있지 않습니다.

▪ 작성자는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 이 금지하는 선행매매를 하고 있지 않습니다.

▪ 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않습니다.

▪ 본 자료에 언급된 종목의 경우, 투자결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다.

▪ 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

▪ 본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.

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

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

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

[투자의견 (변동)내역]

일시	2026.10.19
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: 2026.10.18)

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

주: 증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다.

R – Advisory

BY KONNECT

독립리서치-R by KONNECT

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