R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

천일고속 (000650, KOSPI)

자본 64억원 위의 시가총액 3,058억원, 본업 적자와 터미널 재개발 기대 사이의 거리

SUMMARY

1. 1949년 설립, 1977년 유가증권시장에 상장한 부산 기반 고속버스 운송사
2. 37~38개 인가 노선·136대 운행, 이용객 3년째 188만명 안팎 정체
3. 영업손실 6년 연속, 2025년 업계 영업흑자 전환과 반대 방향
4. 서울고속버스터미널 지분 16.67%·공정가치 320억원, 재개발 사전협상 중
5. 반기말 자본 64.4억원으로 자본금 하회, 부채비율 707%
6. 시가총액 3,058억원·PBR 47.5배, 터미널 지분 공정가치의 9.5배

이 리포트가 다루는 것

본업의 손실 구조, 서울고속버스터미널 지분의 가치와 실현 경로, 자본이 자본금 아래로 내려간 상태와 상장유지 기준까지의 거리, 시가총액과 공시 수치의 괴리를 숫자로 대조합니다. 이슈마다 **회사에 유리한 해석**과 **숫자기반 해석**을 나란히 둡니다.

기준일: 발간 2026.10.14 · 시장 데이터 2026.10.12 종가 · 재무 2026.06.30(반기보고서, 2026.09.29 정정). 연결재무제표를 작성하지 않아 모든 수치는 별도 기준입니다. **「Not Rated」이며 목표주가를 제시하지 않습니다.**

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
현재주가	214,000원 (26.10.12)
시가총액	3,058.5억원
발행주식수	1,429,220주
유동주식수*	201,587주
자본금 / 액면가	71.5억원 / 5,000원
52주 최고(종가)	457,500원
52주 최저	-
3개월 일평균거래대금	21.9억원
외국인지분율	-
유동주식비율*	14.10%
PBR (1H26 BPS)	47.53배

* 발행주식수에서 최대주주 등·자사주를 뺀 추정값(반기보고서 기준). 52주 최고는 2025.12.11 종가이며 장중 최고는 518,000원입니다. 52주 최저와 외국인지분율은 기준일 기준으로 확인되지 않았습니다

▶ 주주현황

박도현 외 2인	85.74%
— 박도현 (대표이사)	44.97%
— 박주현 (사내이사)	38.46%
자기주식	0.15%
소액주주 11,249명	14.26%

2025.12.31 사업보고서 기준입니다

SUMMARY FINANCIAL DATA 별도, 단위 억원·원·배·%

	2023	2024	2025	1H26
매출액	440.0	447.2	455.5	235.2
영업이익	-51.5	-52.7	-59.4	-26.7
영업이익률 (%)	-11.7	-11.8	-13.0	-11.3
당기순이익	-48.1	-42.0	-56.2	-31.0
EPS (원)	-3,373	-2,941	-3,941	-2,172
BPS (원)	13,335	9,856	6,705	4,502
자본총계	190.6	140.9	95.8	64.4
부채비율 (%)	187	280	459	707
ROE (기말, %)	-25.3	-29.8	-58.7	n/a

자료: 전자공시 DART(별도), R-Advisory · 1H26 EPS는 반기 누적 · BPS는 자사주 포함 발행주식수 기준 · 순손실로 PER 산출하지 않음

1. 1949년 설립, 1977년 유가증권시장에 상장한 고속버스 운송사

마진노트 — 77년 업력 · 여객운송 매출 96% · 오너 일가 85.74%

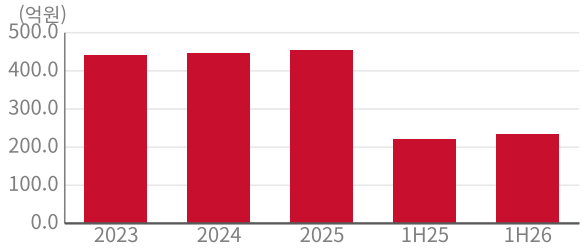
동사는 1949년 9월 천일여객자동차로 설립됐고 1977년 6월 유가증권시장에 상장했다. 1983년 현재 상호로 바꿨다. 본사는 부산 동구 초량동에 있다. 2026년 6월 말 기준 38개 노선에서 136대를 운행한다. 직원은 2025년 말 기준 279명이다.

매출의 거의 전부가 여객운송에서 나온다. 2026년 상반기 매출 235.2억원 중 여객운송이 225.99억원(95.9%)이다. 나머지는 수수료 등 기타수입 5.95억원(2.6%)과 임대수입 3.31억원(1.5%)이다. 임대수입은 부산 학장동·초량동 등 자가 보유 터미널 부동산에서 나온다.

지배구조는 오너 일가에 집중돼 있다. 박도현 대표이사가 44.97%, 박주현 사내이사가 38.46%, 박정현이 2.31%를 가져 합계 85.74%다. 소액주주는 11,249명이고 지분은 14.26%다(2025년 말 기준). 이사회는 사내이사 3명과 사외이사 1명이다. 사외이사의 2025년 이사회 출석률은 0%로 공시됐다.

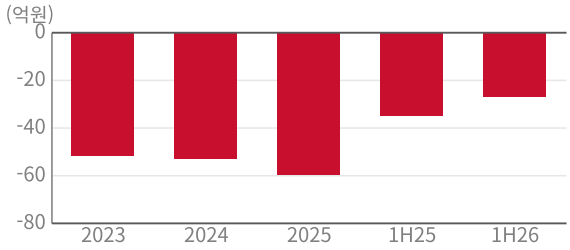
동사는 계열회사와 종속회사가 없다. 대신 비상장사 서울고속버스터미널(주) 지분 16.67%를 금융자산으로 보유한다. 이 지분은 2025년 11월 이후 주가를 움직인 핵심 재료다. 결국 이 회사를 읽는 축은 둘이다. 하나는 적자가 이어지는 고속버스 본업이고, 다른 하나는 반포 터미널 부지의 재개발 기대다.

매출액 추이 (별도)



자료: 전자공시 DART (별도), R-Advisory

영업이익 추이 (별도)



자료: 전자공시 DART (별도), R-Advisory

Table 1. 천일고속 지배구조

주체	관계	지분율
박도현(대표이사)	천일고속 최대주주	44.97%
박주현(사내이사)	특수관계인	38.46%
박정현	특수관계인	2.31%
천일고속	서울고속버스터미널(주) 2대주주 · 금융자산	16.67%
신세계센트럴	서울고속버스터미널(주) 최대주주	70.49%

자료: 전자공시 DART(2025년 말 기준), 아주경제(2025.12.04), R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 77년 업력의 고속버스 사업자다. 인가 노선망과 자가 터미널 부동산을 갖고 있고, 서울반포 터미널 운영사의 2대주주다.
- **숫자기반 해석**:
  - 매출 구성은 여객운송 95.9%(1H26)라서 사업의 성패가 고속버스 한 사업에 달려 있다. 임대수입 3.31억원(1H26)이 손실을 메울 규모는 아니다.
  - 서울고속버스터미널 지분 16.67%는 경영권이 없는 소수지분이다. 지분법(관계기업 손익을 지분만큼 반영)이 아니라 금융자산(기타포괄손익-공정가치)으로 분류돼 있어, 그 회사의 이익은 동사 손익에 배당으로만 들어온다.

2. 매출은 늘었지만 영업손실은 50억원대에 고정된 본업

마진노트 — 매출 +1.9%(2025) · 영업비용이 매출 초과 · 인건비 비중 53.7%

동사의 2025년 매출액은 455.5억원으로 전년보다 1.9% 늘었다. 같은 해 영업손실은 59.4억원으로 전년 52.7억원보다 커졌다. 2023년 이후 영업손실은 51.5억원, 52.7억원, 59.4억원이다. 언론 보도 기준으로는 2020년부터 2025년까지 6년 연속 영업손실이다(시사위크, 2026.02.25).

이용객 수는 제자리다. 동사가 공시한 이용객은 2023년 188.2만명, 2024년 186.7만명, 2025년 188.2만명이다. 같은 기간 운송매출은 424.6억원에서 437.9억원으로 3.2% 늘었다. 이용객이 늘지 않았으므로 매출 증가는 운임과 좌석 등급 구성에서 나온 것으로 해석될 수 있다. 회사 측은 우등·프리미엄 등 부가가치가 높은 차량을 늘리고 있다고 밝혔다(사업보고서 IV).

손실의 원인은 원가 구조에 있다. 2025년 총 영업비용은 514.9억원으로 매출보다 59.4억원 많다. 영업비용 중 종업원급여 198.8억원, 퇴직급여 29.2억원, 복리후생비 16.6억원을 합치면 244.6억원이다. 이는 매출의 53.7%다. 연료 등 저장품 매입액은 99.6억원으로 매출의 21.9%다. 즉 인건비와 연료비만으로 매출의 75.6%가 나간다.

2026년 상반기 영업손실은 26.7억원으로 전년 동기 34.7억원보다 8.0억원 줄었다. 매출이 13.5억원(+6.1%, YoY) 늘었고 종업원급여는 0.75억원 줄었다. 반면 연료 등 매입액은 50.5억원에서 55.0억원으로 4.5억원(+8.9%, YoY) 늘었다.

업계와 비교하면 동사의 위치가 분명해진다. 고속버스 업계 전체는 2025년 영업이익 210억원(영업이익률 1.9%)으로 흑자 전환했다. 10개사 중 적자는 3개사였고 동사가 그중 하나다(스트레이트뉴스, 2026.09.23).

구분	2024	2025	1H25	1H26
매출액	447.2	455.5	221.7	235.2
총 영업비용	499.9	514.9	256.4	261.9
— 종업원급여	191.7	198.8	98.5	97.7
— 퇴직급여	26.8	29.2	14.6	15.1
— 연료 등 매입액	103.6	99.6	50.5	55.0
— 감가상각비(사용권 포함)	27.3	27.3	13.2	11.5
영업이익	-52.7	-59.4	-34.7	-26.7
이용객(천명)	1,867	1,882	n/a	n/a

자료: 전자공시 DART(비용의 성격별 분류 주석, 사업보고서 IV), R-Advisory. 단위 억원. 연료 등 매입액은 「저장품매입액」(2024·2025)과 「원재료 및 상품매입액」(반기) 계정입니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 KTX·SRT 개통과 시외버스 경쟁으로 승객이 줄었고, 우등·프리미엄 차량을 늘리고 매표 채널을 넓혀 대응하고 있다고 밝혔다(사업보고서 IV). 2026년 상반기 영업손실은 전년 동기보다 23% 줄었다.
- **숫자기반 해석**:
  - 영업손실 축소 8.0억원(1H26)은 매출 증가 13.5억원에서 나왔다. 같은 기간 영업비용도 5.5억원 늘었다. 그래도 반기 영업손실은 26.7억원으로 남아 있다.
  - 인건비성 비용 244.6억원(2025)이 매출의 53.7%다. 이 금액은 운임과 관계없이 유지되는 고정비 성격이다.
  - 업계가 2025년 영업이익률 1.9%로 흑자 전환한 해에 동사 영업이익률은 −13.0%였다. 업황 탓만으로는 이 격차를 설명할 수 없다. 원인은 공시되지 않았다.
  - 2025년 운송사업부문 손상검사에는 영구성장률 −1.0%, 할인율 11.51%가 적용됐다. 이 검사로 손상차손 22.9억원을 인식했다. 회사가 직접 고른 가정이 본업의 장기 축소를 전제하고 있다.

3. 산업 환경과 전망 — 운임 인상 9%와 수요 축소가 동시에 진행 중

마진노트 — 운임 상한 +9%(2026.10.01) · 고속버스 일평균 이용객 −30%(2019→2025) · 경유 전국 평균 1,843.3원(2026.10)

동사의 수익성을 좌우하는 산업 변수는 넷이다. 운임, 수요(이용객·노선), 연료 가격, 경쟁 교통수단이다.

첫째, 운임이 올랐다. 국토교통부는 2026년 8월 26일 시외·고속버스 운임 상한을 9% 올린다고 발표했다. 적용은 10월 1일 첫차부터다. 업계 요구는 고속 20.1%, 시외 17%였다. 국토부는 원가 검증과 이용자 부담을 고려해 요구의 절반 수준으로 정했다고 밝혔다. 다만 인상 대상은 운임 상한이다. 실제 판매 운임은 할인제도 등으로 상한보다 낮을 수 있다.

둘째, 수요가 구조적으로 줄었다. 국토교통부에 따르면 고속버스 노선은 2019년 208개에서 2025년 164개로 21% 줄었다. 고속버스 일평균 이용객은 같은 기간 8.3만명에서 5.8만명으로 약 30% 줄었다(국토교통부, 2026.08.26). 전국버스운송사업조합연합회 기준 시외·고속버스 이용객은 2005년 2억8,337만명에서 2025년 1억1,839만명으로 58.2% 감소했다. 2022년 말 1,603대였던 고속버스 차량은 2026년 6월 말 1,336대로 16.7% 줄었다(스트레이트뉴스, 2026.09.23).

셋째, 연료 가격이 높다. 고속도로 주유소 경유 평균가는 2026년 9월 17일 기준 리터당 1,834원이다(국토교통부, 경북매일 2026.09.22 보도). 정부는 버스 유가연동보조금 한도를 리터당 183원에서 280원으로 올렸다. 이 보조금은 경유가가 리터당 1,700원을 넘을 때 초과분의 70%를 지급한다(국토교통부, 2026.05.12).

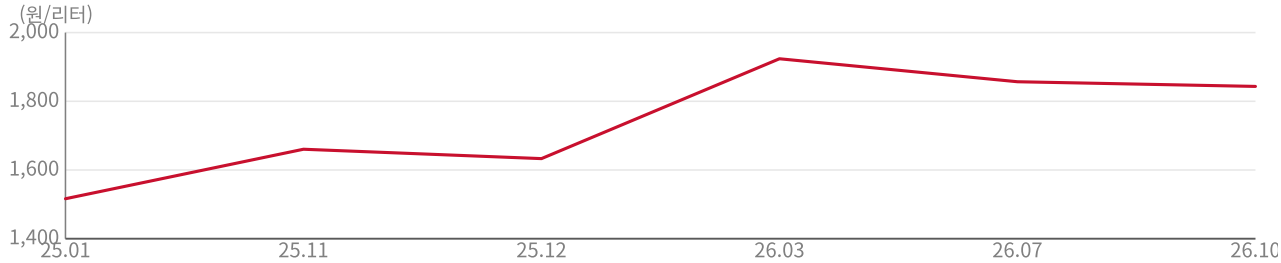
넷째, 경쟁 교통수단의 가격이 내려갔다. 한국철도공사는 2026년 9월 1일부터 KTX 운임을 평균 10% 내려 SRT 수준에 맞췄다. 서울~부산 운임은 59,800원에서 54,400원으로 내렸다. 같은 날 고속열차 운행은 평일 379회에서 402회로 늘었다(한국철도공사, 2026.08.05). 경전선 운행도 주중 32회에서 38회로 늘었다(경상남도, 2026.08.03). 동사는 서울·부산·대구에 영업소를 두고 있다. 이 지역을 잇는 축에서 버스 운임 인상(10월)과 철도 운임 인하(9월)가 한 달 차이로 겹쳤다.

고속버스 수요에 대한 공식 기관의 정량 전망은 확인되지 않았다. 원가 변수인 유가에는 기관 전망이 있다. 미국 에너지정보청(EIA)은 브렌트유를 2026년 평균 배럴당 96달러, 2027년 평균 84달러로 전망했다(Short-Term Energy Outlook, 2026.10.06). 분기로는 2026년 4분기 105달러가 고점이다. EIA는 중동 공급 제약이 길어지면 유가가 전망보다 높을 수 있다고 밝혔다. 한국개발연구원(KDI)은 두바이유 도입단가를 2026년 86달러, 2027년 78달러로 전제했다(경제전망 수정, 2026.08.19). KDI는 중동 갈등 재격화를 하방 위험으로 명시했다. 두 기관의 2027년 전제는 78~84달러 범위다.

변수	현재 상태 (기준일)	2026년 이후 업계 전망	출처 (기관·발표일·자료명)
운임	상한 +9% 인상, 2026.10.01 시행	추가 인상 일정은 발표되지 않음	국토교통부, 2026.08.26 운임 조정 발표
고속버스 수요	일평균 이용객 5.8만명(2025), 2019년 대비 −30%	공식 기관의 정량 전망 없음. 국토부는 필수노선 지정·지원을 추진하겠다는 방침만 발표	국토교통부, 2026.08.26 / 2026.08.28
노선·차량	노선 164개(2025), 차량 1,336대(2026.06)	2021~2026.06 고속버스 노선 72개 폐지	국토교통부 / 스트레이트뉴스, 2026.09.23
경유 가격	전국 평균 리터당 1,843.3원(2026.10 첫째 주), 2025년 말 1,633.1원 대비 +13%	유가 2026년 4분기 고점 후 2027년 하락: 브렌트 84달러(EIA) / 두바이 78달러(KDI). EIA는 유가 상방 위험, KDI는 성장 하방 위험(중동 갈등)을 명시	한국석유공사 오피넷 / EIA 단기에너지전망 2026.10.06 / KDI 경제전망 2026.08.19
철도 경쟁	KTX 운임 평균 −10%(2026.09.01), 고속열차 평일 운행 379회→402회	평택~오송 2복선화 목표 2028년. 개통 전까지 경부축 대규모 증편은 선로 용량에 묶임	한국철도공사 2026.08.05 / 국토교통부 2026.01.14

자료: 국토교통부, 한국석유공사, EIA, KDI, 한국철도공사, 전국버스운송사업조합연합회, 스트레이트뉴스, R-Advisory

전국 평균 경유 가격



자료: 한국석유공사 오피넷(언론 보도 주간 가격), R-Advisory

동사의 2026년 상반기 실적에는 운임 인상 전 판가와 높은 연료 가격이 반영돼 있다. 여객운송 매출 437.9억원(2025)에 운임 9%를 그대로 곱한 산술값은 39.4억원이다. 이 값은 2025년 영업손실 59.4억원보다 작다. 수요 감소와 실제 판매운임을 반영하지 않은 단순 크기 비교이며 실적 전망이 아니다.

- **회사에 유리한 해석**: 정부 발표(국토교통부, 2026.08.26)에 따르면 운임 상한 인상은 인건비·유류비 상승을 반영한 조치다. 유가보조금 한도 확대와 함께 고속버스 사업자의 원가 부담을 덜어 준다.
- **숫자기반 해석**:
  - 운임 9%의 산술값 39.4억원은 영업손실 59.4억원(2025)을 메우지 못한다. 이 산술값에는 수요 감소가 반영되지 않았다.
  - 업계 일평균 이용객은 −30%(2019→2025)이고, 동사 이용객은 2023~2025년 186.7만~188.2만명이다. 동사의 2019년 이용객이 공시에서 확인되지 않아 같은 기간으로 비교할 수 없다.
  - 2026년 상반기 연료 등 매입액은 +8.9%(YoY) 늘어 매출 증가율 +6.1%보다 높았다. 유가보조금이 손익계산서 어디에 반영되는지는 공시로 확인되지 않는다.

4. 서울고속버스터미널 지분 16.67% — 공정가치 320억원, 시가총액은 그 9.5배

마진노트 — 639,426주 · 공정가치 320.3억원(수준3) · 배당 25.0억원(2025) · 재개발 사전협상 진행

동사는 비상장사 서울고속버스터미널(주) 주식 639,426주를 보유한다. 보도된 총발행주식 3,836,574주 기준으로 지분율은 16.67%다(아이뉴스24, 2013.04.01). 최대주주는 신세계센트럴로 70.49%를 보유한다(아주경제, 2025.12.04 / 문화일보, 2026.06.14). 동사는 2대주주이며, 경영권은 없다.

장부상 가치는 외부평가로 정해진다. 2025년 말 평가액은 1주당 50,087원, 합계 320.3억원이다. 평가방법은 현금흐름할인법이고 할인율 7.87%, 매출성장률 1.68~3.35%가 적용됐다. 공정가치 서열체계상 수준3(관측 불가능한 투입변수)이다. 회사 주석은 이 공정가치가 실제 매매가액과 다를 수 있다고 적었다. 2026년 6월 말 장부가도 같은 320.3억원이다.

동사의 배당금 수취액은 2023년 8.3억원, 2024년 16.7억원, 2025년 25.0억원으로 빠르게 늘었다. 공시는 배당 수취액을 종목별로 나누지 않는다. 다만 보유 금융자산 332.2억원 중 이 지분이 320.3억원(96%)이므로 대부분 이 지분에서 들어온 것으로 해석된다. 2025년 수취액은 이 지분 공정가치 대비 7.8%다. 2026년 상반기에는 배당 수취가 없었다. 2025년 배당은 2분기에 들어왔으므로, 2026년에 배당이 없는 것인지 시점이 다른 것인지는 공시로 확인되지 않는다.

재개발은 사전협상 단계다. 서울시는 2025년 9월 반포 고속버스터미널 부지(146,260.4㎡)를 사전협상 대상지로 선정했다. 2025년 11월 26일에는 신세계센트럴·서울고속버스터미널(주)과 협상에 착수했다(서울시, 2025.11.27). 계획안은 경부·영동·호남선 터미널을 지하로 통합하고 지상에 업무·판매·숙박·주거 시설을 짓는 내용이다. 공공기여는 약 1조9,829억원으로 보도됐고, 2026년 안에 사전협상을 마치는 것이 목표로 알려졌다(문화일보·이투데이, 2026.06.14). 그러나 2026년 10월 현재 협상 결과는 발표되지 않았다. 한국경제는 재개발이 "아직 진전을 보이지 못하는 상황"이라고 보도했다(2026.10.08).

항목	값	출처
보유주식수	639,426주	사업보고서 주석 10
지분율	16.67%	아이뉴스24(2013.04.01) 총발행주식 기준 산식
공정가치(2025.12.31)	320.3억원 (1주당 50,087원)	사업보고서 주석 10
공정가치 평가이익 누계(자본 내 기타포괄손익)	201.8억원	반기보고서 재무상태표
배당금 수취(전체 금융자산) 2023 / 2024 / 2025 / 1H26	8.3 / 16.7 / 25.0 / 0억원	현금흐름표
2013년 신세계센트럴의 지분 인수 단가	약 148,025원/주	토요경제(2013.04.08), 2,200억원÷1,486,236주
동사 시가총액 ÷ 지분 공정가치	9.5배	3,058.5억원 ÷ 320.3억원

자료: 전자공시 DART, 아이뉴스24, 토요경제, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 재개발에 관한 회사 측 설명은 정기보고서에 기재돼 있지 않다. 유리하게 읽으면, 재개발이 진행될 때 터미널 운영사의 자산가치가 커질 수 있고 동사는 그 회사의 2대주주다. 2013년 경영권 거래 단가(주당 약 14.8만원)는 현재 장부상 평가액의 약 3배였다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2013년 거래 단가를 동사 보유분에 그대로 적용해도 약 946억원이다. 이 값은 현재 시가총액 3,058.5억원의 31%다. 2013년 거래는 경영권 확보 목적이라 소수지분에 그대로 적용할 근거도 없다.
  - 시가총액을 전부 이 지분의 가치로 보면 서울고속버스터미널(주) 지분 100%가 약 1.83조원으로 역산된다(3,058.5억원 ÷ 16.67%). 본업의 순부채와 퇴직급여 적립 부족은 이 계산에 포함되지 않았다.
  - 재개발 이익이 16.67% 소수주주에게 나뉘는 방식은 확인되지 않는다. 2025.11~2026.10 보도와 공시에서 매수청구·현물출자·공동개발 참여에 관한 언급은 0건이다.
  - 사전협상 착수(2025.11.26) 후 10개월 넘게 결과가 발표되지 않았다. 협상 뒤에도 도시관리계획 변경과 건축허가 2단계가 남아 있고 일정은 제시되지 않았다.

5. 반기말 자본 64.4억원 — 자본금 아래로 내려간 자본과 관리종목 기준까지의 거리

마진노트 — 자본 266억원(2022) → 64.4억원(1H26) · 잠식률 9.95% · 평가이익 제외 시 자본 −137억원

동사의 자본은 3년 반 동안 4분의 1로 줄었다. 자본총계는 2022년 말 266.2억원, 2023년 말 190.6억원, 2024년 말 140.9억원, 2025년 말 95.8억원이다. 2026년 6월 말에는 64.4억원이다. 이 금액은 자본금 71.5억원보다 작아 부분자본잠식(자본총계가 자본금보다 작은 상태)이다. 자본잠식률은 9.95%다((71.46 − 64.35) ÷ 71.46).

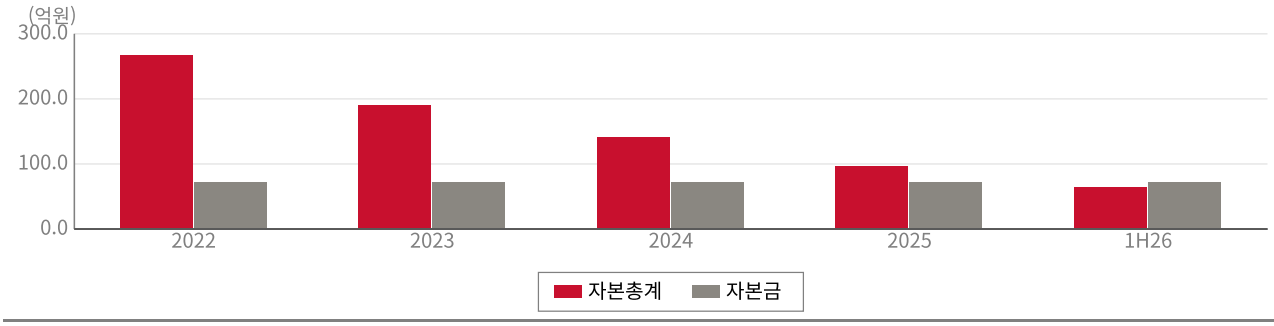
현재 자본은 금융자산 평가이익에 기대고 있다. 2026년 6월 말 자본 64.4억원 안에는 서울고속버스터미널 지분 등의 평가이익 누계 201.8억원이 들어 있다. 이 금액을 빼면 자본은 −137.5억원이다. 결손금은 208.2억원이다. 따라서 연말 자본은 본업 손실뿐 아니라 수준3 외부평가 결과에 따라서도 움직인다. 2025년 평가이익은 13.8억원(법인세 효과 차감 전)이었다.

상장 유지 기준까지의 거리는 다음과 같다. 유가증권시장에서는 사업연도 말 자본잠식률이 50% 이상이면 관리종목으로 지정된다. 사업연도 말 완전자본잠식은 상장폐지 사유다(한국거래소 KIND 안내, 2026.02.02). 2026년 5월 개정으로 반기말 완전자본잠식도 상장적격성 실질심사 사유가 됐다. 반기말 부분자본잠식은 관리종목 사유가 아니다(금융위원회 승인, 2026.05.13).

구분	금액	산식
자본금	71.5억원	반기보고서
자본총계(2026.06.30)	64.4억원	반기보고서
잠식률 50%가 되는 자본	35.7억원	71.46 × 50%
50%선까지 남은 자본	28.6억원	64.35 − 35.73
참고: 2026년 상반기 자본 감소액	31.5억원	95.84 − 64.35
참고: 2025년 연간 자본 감소액	45.0억원	140.86 − 95.84

자료: 전자공시 DART, 한국거래소, R-Advisory

자본총계와 자본금 (별도)



자료: 전자공시 DART, 발행사 확인 수치(2022), R-Advisory

연말 잠식률은 하반기 자본 변동에 달려 있다. 자본이 28.6억원 넘게 줄면 연말 잠식률이 50%를 넘는다. 2026년 상반기 자본 감소액은 31.5억원이었다. 반대로 하반기에 서울고속버스터미널 배당이 들어오거나 연말 공정가치 평가이익이 생기면 감소 폭은 줄어든다. 운임 인상 효과도 4분기에 일부 반영된다. 동사는 증자나 자산 매각 계획을 공시하지 않았다.

- **회사에 유리한 해석**: 현재 잠식률은 9.95%로 관리종목 기준 50%와 거리가 있다. 동사는 공정가치 320억원의 금융자산과 투자부동산·유형자산 토지를 보유하고 있다. 회사 공시상 토지 공시지가 합계는 394억원이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2026년 상반기 자본 감소액 31.5억원은 연말 50%선까지 남은 28.6억원보다 크다. 하반기 손익이 상반기와 같다면 기준을 넘는다는 단순 비교다. 하반기 배당·평가이익·운임 효과에 따라 결과는 달라진다.
  - 자본 64.4억원 중 201.8억원이 평가이익 누계다. 이 평가는 수준3이고, 외부평가 가정(할인율 7.87%)이 바뀌면 자본이 바로 움직인다.
  - 토지 공시지가 394억원은 회사 공시값이다. 장부가(유형자산 토지 6.3억원 + 투자부동산 토지 35.5억원 = 41.9억원)와 차이가 크지만, 원가모형이라 재무제표 자본에는 반영되지 않는다. 투자부동산 중 학장동 토지·건물에는 신한은행 차입금 담보 192억원이 설정돼 있다.

6. 1년 안에 갚아야 할 부채 245억원, 손에 쥔 현금 2.6억원

마진노트 — 유동비율 9.6% · 단기차입금 167.7억원 · 대표이사 지급보증 55억원 · 퇴직급여 적립 부족 172.4억원

동사의 유동성은 차입 한도에 의존한다. 2026년 6월 말 유동부채는 245.2억원이고 유동자산은 23.4억원이다. 유동비율은 9.6%다. 현금및현금성자산은 2.6억원이다.

차입금은 167.7억원으로 전액 단기다. 신한은행 일반자금대출 110억원의 만기는 2027년 4월 2일이다. 같은 은행 대출 31.5억원의 만기는 2026년 9월 29일이었다. 부산은행 당좌차월은 한도 50억원 중 26.2억원을 쓰고 있고 만기는 2026년 10월 8일이었다. 두 차입의 연장 여부는 반기보고서 이후 공시로 확인되지 않았다. 이 당좌차월에는 대표이사가 55억원의 지급보증을 제공했다. 신한은행 대출은 학장동 투자부동산을 담보로 한다(담보설정 192억원). 2026년 4월 이사회는 일반자금대출 한도 증액을 의결했다. 신한은행 약정 한도는 2025년 말 160억원(사업보고서 IV)에서 2026년 6월 말 180억원(반기보고서 주석 20)으로 늘었다.

퇴직급여 부채도 크다. 2026년 6월 말 확정급여채무는 286.3억원, 사외적립자산은 113.9억원이다. 적립 부족액 172.4억원은 자본 64.4억원의 2.7배다. 2025년 퇴직금 지급액은 30.7억원이었다.

현금흐름은 3년 누적으로 마이너스다. 영업활동현금흐름은 2023년 −13.9억원, 2024년 −1.1억원, 2025년 +3.1억원이다. 2025년 영업현금흐름에는 서울고속버스터미널 배당 25.0억원이 포함돼 있다. 이 배당을 빼면 −21.9억원이다. 유형자산 취득(주로 차량)은 같은 3년 동안 25.5억원, 27.9억원, 39.5억원이었다. 그 부족분을 차입으로 메웠다.

구분	2023	2024	2025	1H26
영업활동현금흐름	-13.9	-1.1	3.1	-5.0
— 그중 배당금 수취	8.3	16.7	25.0	0.0
유형자산 취득	-25.5	-27.9	-39.5	-0.1
잉여현금흐름(영업CF − 유형자산 취득)	-39.4	-28.9	-36.4	-5.1
차입금(기말, 리스 제외)	110.0	129.6	164.0	167.7
현금및현금성자산(기말)	29.7	15.3	8.0	2.6

자료: 전자공시 DART, R-Advisory. 단위 억원

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 당좌차월 약정으로 예상하지 못한 유동성 위험에 대비하고 있다고 밝혔다(사업보고서 IV). 은행은 2026년 4월 대출 한도를 늘려 줬고, 담보로 잡힌 부동산의 설정액은 192억원이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2년(2024~2025) 누적 잉여현금흐름은 −65.3억원이다. 같은 기간(2023년 말 → 2025년 말) 차입금은 110.0억원에서 164.0억원으로 54.0억원 늘었고, 현금은 21.7억원 줄었다.
  - 배당 수취가 없던 2026년 상반기 영업현금흐름은 −5.0억원이었다. 본업만으로는 현금이 들어오지 않는다.
  - 대표이사 지급보증 55억원과 은행 담보 192억원이 차입을 받치고 있다. 즉 은행 신용은 회사 영업이 아니라 오너 보증과 부동산에 기대고 있다.

7. 시가총액 3,058억원 — 테마성 가격 형성과 극단적 유통물량

마진노트 — 2025년 상승률 +880.53% · 9거래일 연속 상한가 · 유통주식 약 20만주 · PBR 47.5배

동사 주가는 2025년 11월 서울시 사전협상 소식 이후 급등했다. 2025년 11월 18일 종가 37,850원에서 2025년 11월 19일부터 9거래일 연속 상한가를 기록했다. 2025년 12월 2일 종가는 307,000원이었고(뉴시스, 2025.12.03), 12월 4일에는 장중 518,000원까지 올랐다(시사위크, 2026.02.25). 이 기간 투자경고와 투자위험종목 지정, 매매거래정지가 있었다. 2025년 연간 상승률은 +880.53%로 유가증권시장 2위였다(이투데이, 2026.01.01, 한국거래소 자료). 1위는 같은 터미널의 소수주주인 다른 고속버스 상장사였다.

2026년 들어서도 급등락이 이어졌다. 2026년 6월 4일 장중 상한가를 기록했고, 8월 25일 종가는 150,900원이었다. 10월 7~8일 이틀간 59.34% 올랐다. 이 기간 거래대금은 10월 7일 44억원에서 10월 8일 530억원으로 늘었다(한국경제, 2026.10.08). 이 상승에는 터미널 재개발 기대 외에 공시된 실적 변화가 없었다.

이 가격 탄력은 유통물량 구조에서 나온다. 최대주주 등이 85.74%를 갖고 자사주가 0.15%라서, 시장에서 거래되는 주식은 약 20만주다. 평상시 거래량은 하루 1천주 안팎까지 줄어든다(Investing.com, 2026.08.25 기준 949주). 3개월 일평균 거래대금은 2025년 12월 말 339.2억원이었으나 2026년 10월 12일 기준 21.9억원이다.

지표	값	비교
PBR(반기말 BPS 4,502원)	47.53배	-
PBR(2025년 말 BPS 6,705원)	31.91배	섹터(GICS(국제 산업분류) 20) 내 백분위 100%
PSR(시가총액 ÷ 매출, 최근 4분기 매출 469.0억원)	6.52배	-
PER	산출 불가	최근 4분기 순손실 76.3억원
시가총액 ÷ 터미널 지분 공정가치	9.5배	3,058.5 ÷ 320.3

자료: 전자공시 DART, 한국거래소, R-Advisory. 현재주가 2026.10.12 기준. 섹터 백분위는 GICS 20 기준이며 발행사가 확인한 값입니다.

- **회사에 유리한 해석**: 주가에 관한 회사 측 설명은 공시되지 않았다. 유리하게 읽으면, 시장이 반포 터미널 재개발의 장기 자산가치를 반영하고 있고 그 가치는 장부가로 측정되지 않는다는 해석이 가능하다.
- **숫자기반 해석**:
  - 시가총액 3,058.5억원에서 터미널 지분 공정가치 320.3억원을 빼면 2,738억원이 남는다. 토지 공시지가와 장부가의 차이 약 352억원(394.4억원 − 41.9억원)을 더해 빼도 약 2,386억원이 남는다. 같은 시점 본업에는 순차입금 174.0억원(리스부채 포함)과 퇴직급여 적립 부족 172.4억원이 있고, 최근 4분기 영업손실은 51.4억원이다. 이 잔여 가치를 설명하는 수치는 공시에서 확인되지 않는다.
  - 이 가격은 터미널 지분이 공정가치의 약 9.5배 이상으로 실현되는 경우를 전제한 것으로 해석될 수 있다. 현재 그 실현 경로(매각·개발 참여·배당 확대)는 하나도 공시되거나 보도되지 않았다.
  - 2025년 12월 고점 457,500원(종가)에서 현재가 214,000원까지 −53%다. 2025년 11월 급등 이후 공시된 재무 변화(2025년 손상차손 22.9억원, 2026년 상반기 순손실 31.0억원, 부분자본잠식 진입)는 주가를 올릴 방향의 변화가 아니었다.

8. 위험 요인 정리

마진노트 — 연말 자본잠식률 · 단기차입 만기 · 평가 의존 자본 · 유통물량 · 정보 공백

동사의 주요 위험은 다섯 가지다. 각 위험은 이미 공시된 수치에서 나온다.

① 연말 자본잠식률이 50%를 넘을 가능성이 있다. 하반기 자본 감소가 28.6억원을 넘으면 기준을 넘고, 사업연도 말 기준 관리종목 지정 사유가 된다. 상반기 자본 감소액은 31.5억원이었다. 하반기 배당 수취와 연말 평가이익이 이 결과를 좌우한다. 관리종목으로 지정되면 신용거래와 일부 기관 투자가 제한된다.

② 차입금 167.7억원이 전액 1년 안에 만기가 돌아온다. 그중 110억원은 2027년 4월 2일이 만기다. 연장 여부는 은행의 판단에 달려 있고, 은행 신용은 대표이사 보증과 부동산 담보에 기대고 있다.

③ 자본은 수준3 평가이익 201.8억원에 기대고 있다. 외부평가 가정이 바뀌거나 재개발 지연으로 평가가 내려가면 자본이 즉시 줄어든다.

④ 유통주식이 약 20만주라 가격 변동이 극단적이다. 2025년 고점에서 현재가까지 −53%이고, 이틀 사이 +59%가 나온 적도 있다. 매도 물량이 몰리는 날 원하는 가격에 거래하지 못할 수 있다.

⑤ 핵심 쟁점 네 가지가 공시로 확인되지 않는다. 재개발에서 소수주주 지분을 어떻게 처리할지, 서울고속버스터미널의 최근 실적과 배당 계획이 확인되지 않는다. 신한은행 대출 31.5억원(만기 2026.09.29)과 부산은행 당좌차월 26.2억원(만기 2026.10.08)의 연장 여부도 반기보고서 이후 공시로 확인되지 않는다.

- **회사에 유리한 해석**: 위험 요인에 관한 회사 측 대응 계획은 공시되지 않았다. 유리하게 읽으면, 동사는 담보로 쓸 수 있는 부동산과 터미널 지분을 갖고 있고 대표이사가 차입에 보증을 서고 있다. 2026년 10월부터 운임 인상이 반영되며, 반기말 잠식률은 9.95%다.
- **숫자기반 해석**:
  - 운임 9%의 산술값 39.4억원은 영업손실 59.4억원(2025)보다 작다. 운임 인상만으로 손실 구조가 바뀌지 않는다는 뜻이다.
  - 지분 공정가치 320.3억원은 차입금 167.7억원과 퇴직급여 적립 부족 172.4억원의 합계 340.1억원보다 작다.
  - 레이먼인덱스 WP(재무 악화 확률 지표) 0.0280(LOW)은 동종 9개사 중위 0.0286과 비슷하다. 이 지표가 자본잠식 경로를 반영하는지는 확인되지 않았으므로, 5절의 자본잠식 거리(28.6억원)와 함께 읽어야 한다.

실적 · 재무제표

손익계산서 (단위: 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	440.0	447.2	455.5	221.7	235.2
매출원가	424.2	425.1	437.3	216.7	222.4
(매출원가율(%))	96.4	95.1	96.0	97.7	94.5
매출총이익	15.8	22.1	18.2	5.1	12.8
(매출총이익률(%))	3.6	4.9	4.0	2.3	5.5
판매비와 관리비	67.3	74.8	77.6	39.8	39.5
영업이익	-51.5	-52.7	-59.4	-34.7	-26.7
(영업이익률(%))	-11.7	-11.8	-13.0	-15.7	-11.3
EBITDA(영업이익+감가상각비)	-24.3	-25.3	-32.1	-21.5	-15.2
(EBITDA 마진율(%))	-5.5	-5.7	-7.0	-9.7	-6.5
영업외손익	-2.5	10.4	-2.5	22.9	-3.1
(관계기업손익)	-	-	-	-	-
(금융수익)	8.8	17.1	25.5	25.2	0.2
(금융비용)	6.8	7.3	7.7	3.8	4.4
(기타)	-4.5	0.6	-20.3	1.4	1.1
법인세차감전순손익	-54.0	-42.3	-61.9	-11.8	-29.7
(세전이익률(%))	-12.3	-9.5	-13.6	-5.3	-12.6
(법인세비용)	-5.9	-0.4	-5.7	-0.9	1.3
당기순이익	-48.1	-42.0	-56.2	-11.0	-31.0
(당기순이익률(%))	-10.9	-9.4	-12.3	-4.9	-13.2
지배지분순이익	-48.1	-42.0	-56.2	-11.0	-31.0
비지배지분순이익	-	-	-	-	-
기타포괄이익	-27.4	-7.8	11.2	-0.3	-0.5
포괄순이익	-75.6	-49.7	-45.0	-11.2	-31.5

재무상태표 (단위: 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
유동자산	50.2	36.1	29.9	23.4
현금및현금성자산	29.7	15.3	8.0	2.6
비유동자산	497.2	498.9	505.4	496.1
투자부동산	37.6	37.3	37.1	36.9
유형자산	122.3	111.0	107.6	99.6
기타포괄손익-공정가치 금융자산	300.3	318.3	332.2	332.2
자산총계	547.4	535.0	535.3	519.5
유동부채	86.9	201.5	240.9	245.2
단기차입금(유동성장기 포함)	0.0	129.6	164.0	167.7
비유동부채	269.9	192.7	198.6	209.9
장기차입금	110.0	0.0	0.0	0.0
순확정급여부채	109.9	152.1	161.2	172.4
부채총계	356.8	394.2	439.5	455.1
자본금	71.5	71.5	71.5	71.5
기타포괄손익누계액	176.8	191.0	201.8	201.8
이익잉여금(결손금)	-56.9	-120.9	-176.7	-208.2
자본총계	190.6	140.9	95.8	64.4
총차입금(리스 포함)	128.3	143.0	175.0	176.7
순차입금	98.6	127.7	167.0	174.0

현금흐름표 (단위: 억원)

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
영업활동현금흐름	-13.9	-1.1	3.1	-5.0
— 당기순이익	-48.1	-42.0	-56.2	-31.0
— 감가상각비(사용권 포함)	27.2	27.3	27.3	11.5
— 배당금 수취	8.3	16.7	25.0	0.0
투자활동현금흐름	-24.7	-25.5	-37.3	-0.1
— 유형자산 취득	-25.5	-27.9	-39.5	-0.1
재무활동현금흐름	-7.8	12.2	26.9	-0.2
현금의 증감	-46.4	-14.4	-7.3	-5.4
NOPLAT(세후 영업이익)	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF(영업CF − 유형자산 취득)	-39.4	-28.9	-36.4	-5.1

주요지표

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
EPS(원)	-3,373	-2,941	-3,941	-2,172
BPS(원)	13,335	9,856	6,705	4,502
DPS(원)	0	0	0	0
매출액 증가율(%)	n/a	1.6	1.9	6.1
영업이익률(%)	-11.7	-11.8	-13.0	-11.3
ROE(%, 기말)	-25.3	-29.8	-58.7	n/a
부채비율(%)	187	280	459	707
유동비율(%)	57.8	17.9	12.4	9.6
차입금의존도(%)	23.4	26.7	32.7	34.0

자료: 전자공시 DART(별도 재무제표), R-Advisory
* 1H26 EPS는 반기 누적입니다. NOPLAT은 영업손실 연도라 산출하지 않았습니다. 2023년 순손익은 공시 원표(−48.13억원)를 그대로 옮겼습니다.
* 2026년 상반기에는 세전손실 29.7억원에도 법인세비용 1.3억원이 계상됐습니다. 이연법인세 계정 변동에 따른 것으로 보이며 세부 원인은 반기 주석에서 확인되지 않습니다. 2025년 기타손익 −20.3억원에는 운송사업 유형자산·사용권자산 손상차손 22.9억원이 포함됩니다.

기업가치 제고 진단

자본비용(COE)과 Equity Spread(ROE − 자본비용)

Table 2. COE = Rf + β × ERP(주식위험프리미엄)

입력	값	근거
Rf	2.952%	국고채 수익률, 발행사 제공, 기준일 2025.12.30
β	0.2298	KSIC(한국표준산업분류) 49 산업 중위 베타, 9개사 *
ERP	7.0%	발행사 정책 상수 †
COE	**4.56%**	**Rf + β × ERP**

* 개별 베타는 −0.186이며 결정계수(R^2) 0.0015로 설명력이 없어 쓰지 않았습니다. 2025년 말 3개월 일평균 거래대금은 339.2억원이었으나 2026.10.12 기준은 21.9억원입니다. 거래가 테마 시기에 몰려 있어, 개별 베타는 시장과 무관하게 움직인 주가를 반영한 값으로 해석됩니다.

* † ERP는 관측치가 아니라 발행사가 채택한 상수입니다. ERP를 5~8%로 바꾸면 COE는 4.10~4.79%입니다. 세 입력의 기준일은 Rf 2025.12.30, β 2025년 말, ERP 정책값입니다.

연도	ROE	COE	Spread
2022	-22.57%	n/a	n/a
2023	-25.25%	n/a	n/a
2024	-29.79%	n/a	n/a
2025	-58.68%	4.56%	-63.24%p

자료: 발행사 확인 수치(2026.10.14), 전자공시 DART, R-Advisory. ROE는 기말 자본 기준입니다. 2022~2024년 COE는 산출하지 않았습니다.

2025년 Equity Spread는 −63.24%p이고, 자본비용을 차감한 경제적 손익은 기말 자본 기준 연 −60.6억원이다. COE를 어느 범위(4.10~4.79%)로 잡아도 부호는 바뀌지 않는다.

- **회사에 유리한 해석**: 자본비용에 관한 회사 측 설명은 공시되지 않았다. 유리하게 읽으면, 산업 중위 베타가 0.23으로 낮아 요구수익률 자체는 4.56%로 낮게 산출된다.
- **숫자기반 해석**:
  - ROE −58.68%(2025)는 COE 4.56%와 63.24%p 차이가 난다. 베타·ERP 가정을 바꿔도 COE 변동 폭은 0.69%p(4.10~4.79%)여서 결론이 바뀌지 않는다.
  - ROE의 분모인 자본이 1년 사이 140.9억원에서 95.8억원으로 줄어 ROE의 절대값이 커졌다. 손실 규모(−42.0억원 → −56.2억원)도 함께 커졌다.

ROE 3분해 (2025, 기말 기준)

ROE = 순이익률 × 자산회전율 × 재무레버리지

ROE (2025)	=	순이익률	×	자산회전율	×	재무레버리지
−58.7%		**−12.3%**		**0.851회**		**5.59배**
별도 · 기말 자본		개선고려		유지		개선고려 — 자본 감소로 상승

자료: 전자공시 DART, 자체 계산, R-Advisory

재무레버리지는 2023년 2.87배에서 2025년 5.59배로 올랐다. 레버리지가 오른 원인은 차입 확대가 아니라 손실에 따른 자본 감소다. 순이익률이 음수인 상태에서 레버리지 상승은 ROE의 손실 폭을 키운다.

업종 벤치마크 대비 신호등 — 산업재(GICS 20)

지표	동사	목표선	업종 실적선	판정
ROE	-58.68%	COE 4.56%	n/a	🔴
PBR	31.91배	1.00배	n/a	⚪
주주환원율	0%	n/a	n/a	⚪
Equity Spread	-63.24%p	0 이상 🟢	−2%p 이상 🟡	🔴

자료: 발행사 확인 수치(2026.10.14), R-Advisory

* 비교 가능한 동종사가 KSIC 2자리·시가총액 0.5~2배 범위에서 2개사뿐이라, 업종 실적선은 판정 근거로 쓰지 않았습니다. ROE 판정은 COE 대비만으로 내렸습니다.

* 목표선은 외부 기준선입니다. 동사가 기업가치 제고 계획으로 스스로 선언한 목표는 확인되지 않았습니다.

* PBR은 목표선과 실적선을 모두 크게 웃돌아 이 신호등의 판정 구간(저PBR 개선) 밖에 있으므로 판정하지 않았습니다.

* 목표 PBR 상한(목표 ROE ÷ COE)은 목표 ROE가 없어 산출하지 않았습니다.

주주환원 설계 유형

항목	내용
현금창출	최근 3년(2023~2025) 누적 FCF −104.7억원, 누적 순이익 −146.3억원 — 두 값 모두 음수라 비율의 의미가 없습니다
배당	최근 3년 결산·분기배당 없음(사업보고서 III-6). 결손금 208.2억원으로 배당가능이익이 없습니다
자기주식	2,166주(0.15%, 2008년 이전 주식배당 단주). 개정 상법에 따른 소각기한 2027년 9월
권고 유형	**해당 없음 — 환원 재원이 생기기 전 단계입니다**

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단

공시 이력: 확인되지 않음 (확인일 2026.10.14)
판정 근거: 사업보고서(2026.03.19)·반기보고서(2026.09.29)
* 기업가치 제고 계획 공시 여부는 확인되지 않았습니다. 사업보고서·반기보고서에서는 관련 기재를 찾지 못했습니다.

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	×	정기보고서상 기재 없음
②	COE 등 분석	×	기재 없음
③	중장기 계량적 목표설정	×	배당정책에 목표 지표 없음
④	종합적 분석을 통한 목표설정	×	기재 없음
⑤	구체적·합리적 계획수립	×	자사주 취득 계획 없음 공시
⑥	임직원 인센티브 연계	×	기재 없음
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	×	해당 없음
⑧	이행평가 결과 반영	×	해당 없음
⑨	경영진 소통 참여	×	IR 개최 기재 없음
⑩	적극적인 소통정책	×	기재 없음
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	×	기재 없음
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	×	사외이사 1명, 출석률 0%(2025). 배당기준일 개선 계획 없음

노려볼 항목: ② 자본비용 분석과 ⑫ 지배구조다. ②는 COE 4.56%와 Equity Spread −63.24%p를 공시하는 것만으로 항목 요건을 채울 수 있다. ⑫는 사외이사 출석률 0%라는 공시 사실을 바꾸는 것만으로 개선이 확인된다.

PBR 위치 진단

구분	값
동사 PBR(2025년 말)	35.27배
동사 PBR(현재가·2025년 말 BPS)	31.91배
업종(GICS 20) 내 백분위	100%
PBR 1배 미만 지속 연수	해당 없음 (2023년 4분기 3.57배)

자료: 발행사 확인 수치(2026.10.14), R-Advisory

동사는 저PBR 기업이 아니라 업종 최상단 PBR 기업이다. PBR은 2023년 4분기 3.57배에서 2025년 말 35.27배로 올랐다. 이 상승은 주가 상승과 자본 감소가 동시에 일어난 결과다. 같은 기간 BPS는 13,335원에서 6,705원으로 절반이 됐다. 저PBR 리스트 편입 가능성은 해당하지 않는다.

재무건전성 신호등

판정 기준: 한기평 재무 벤치마크 구간(R-Advisory 적용). 업종 벤치마크 신호등과 기준이 다르므로 같은 표에 넣지 않습니다.

지표	동사(2025)	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	459% (1H26 707%)	≤100%	100~200%	>200%	↑	🔴
차입금의존도	32.7% (1H26 34.0%)	≤30%	30~45%	>45%	↑	🟡
순차입금/EBITDA	산출불능	≤2배	2~3.5배	>3.5배	-	⚪
EBITDA/이자비용	산출불능	≥5배	3~5배	<3배	-	⚪
영업이익률	-13.0%	-	-	-	↓	⚪
ROE	-58.7%	-	-	-	↓	⚪
OCF(영업현금흐름)/영업이익	산출불능	-	-	-	-	⚪
현금성자산/단기성차입	4.9%	-	-	-	↓	⚪

* EBITDA가 3년 연속 음수라 커버리지 지표 대신 유동성 지표로 판단했습니다. 유동비율 12.4%(2025), 9.6%(1H26)입니다. 이자지급(현금)은 2025년 7.6억원입니다.

* 구간 기준이 있는 지표 중 🔴은 부채비율 1개, 🟡은 차입금의존도 1개입니다. 영업이익률·ROE·현금성자산/단기성차입은 이 표에 구간 기준이 없어 판정하지 않고 값과 추세만 적었습니다. 재무 위험은 본문 5·6·8절에 서술했습니다.

회계 품질 플래그

☐	미분해 손익	미검출
✔	**이연법인세**	2026년 상반기 세전손실 29.7억원에도 법인세비용 1.3억원 계상
☐	비현금 금융원가	미검출
☐	채권 역행	미검출
☐	흑자인데 OCF 지속 음(–)	해당 없음 — 적자 기업
✔	**EBITDA ≤ 0**	EBITDA 2025년 −32.1억원 → 커버리지 산출불능, 유동성 축으로 전환

✔ 검출 — 본문 해명 필요 ☐ 미검출

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

레이먼인덱스 포지셔닝 — 유가증권시장 × KSIC 49 (8개사)

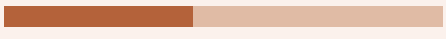
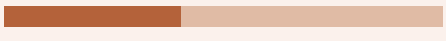
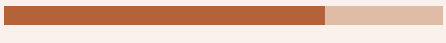
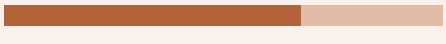
> 지수값 원천: 발행사 확인 수치(2026.10.14), FY2025, 적자 반영 산식(적자 연도의 ROIC(투하자본이익률) 감쇠를 반영)
> 레이먼인덱스는 발행사가 자체 산출하는 기업 평가 지수다. CEI(자본효율)·CGI(현금거버넌스)·RII(재투자강도)·MAI(시장적응·모멘텀정합)는 0~100, WP는 0~1 척도다.

위험 축 (낮을수록 우량)

지표	값	업종 중위	백분위	판정
관계형리스크(레이먼인덱스 위험 지수)	0.0373	0.0420	0.0%	LOW
WP 악화위험도(v8.2.0)	0.0280	0.0286	33.3%	LOW

레이먼인덱스 FY2025 · 적자 반영 산식

유가증권시장 × KSIC 49(8개사) 대비. 100점 환산 절대 점수이며, 모집단이 작아 백분위는 참고 수준이다.

CEI 자본효율	**43.1**		업종 중위 69.8 · 상위10% 81.2 · **백분위 0%**. 3년간 44.9 → 44.4 → 43.1
CGI 현금거버넌스	**40.1**		업종 중위 58.3 · 상위10% 75.1 · **백분위 0%**. 2024년 47.9 → 2025년 40.1
RII 재투자강도	**73.1**		업종 중위 78.7 · 상위10% 88.4 · 백분위 37.5%
MAI 시장적응·모멘텀정합	**67.5**		업종 중위 53.7 · 상위10% 80.4 · **백분위 75%**
종합 등급 B	**49.3**		업종 중위 65.3 · 백분위 12.5%. 3년간 51.8 → 49.8 → 49.3

자료: 레이먼인덱스(발행사 확인, 2026.10.14), R-Advisory

3개년 추이 (적자 반영 산식)

연도	CEI	CGI	RII	MAI	종합
2023	44.9	47.4	66.9	76.2	51.8 (등급 B)
2024	44.4	47.9	66.6	65.8	49.8 (등급 B)
2025	43.1	40.1	73.1	67.5	49.3 (등급 B)

자료: 레이먼인덱스(발행사 확인, 2026.10.14), R-Advisory

* 같은 해에 적자 감쇠를 반영하지 않은 산식으로 보면 종합 66.7(A–, 2025)입니다. 두 산식의 차이는 주로 RII에서 생기며(약 20점), 이 리포트는 적자 반영 산식을 씁니다.

* 업종 모집단이 8개사라 상위 10%는 1개사 안팎입니다. 산업재(GICS 20) 577개사와 비교하면 종합은 중위보다 1.1점 낮고, CEI는 11.8점, CGI는 15.1점 낮습니다.

* 2026년 2분기 분기 지수는 CEI 51.98·CGI 34.77·RII 26.46·MAI 49.25입니다. 분기 지수는 관측 기간과 산식 계보가 연간과 같은지 확인되지 않아 위 추이에 잇지 않았습니다.

CEI와 CGI는 동종 8개사 중 가장 낮다(모집단이 작아 참고 수준이다). CGI는 2024년 47.9에서 2025년 40.1로 내려갔다. 이는 현금이 29.7억원에서 2.6억원으로 줄고 차입이 늘어난 재무 흐름(6절)과 같은 방향이다. 반면 위험 지수 두 개는 LOW로 업종 중위 수준 이하다. 위험 지수가 낮다고 해서 자본잠식 경로(5절)가 사라지는 것은 아니다.

- **회사에 유리한 해석**: 악화위험도와 관계형리스크가 모두 LOW이고, MAI는 업종 백분위 75%다.
- **숫자기반 해석**:
  - CEI 43.1과 CGI 40.1은 업종 중위(69.8, 58.3)보다 각각 26.7점, 18.2점 낮고 백분위가 0%다.
  - 종합 지수는 2023년 51.8 → 2024년 49.8 → 2025년 49.3으로 2년 연속 내려갔다.
  - WP는 단일 시점 값이라 3개년 추이를 확인할 수 없다. MAI 75% 백분위에는 2025년 주가 급등이 반영됐을 수 있으나, 구성요소별 기여는 공시되지 않았다.

Compliance Notice

[발행사 정보] 독립리서치-R by KONNECT
대표애널리스트 박재준
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자인 박재준을 비롯해 당사 임직원들은 본 자료 제공일 현재 위 자료에 언급된 종목의 주식 및 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 작성자는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 이 금지하는 선행매매를 하고 있지 않습니다.
- 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않습니다.
- 본 자료에 언급된 종목의 경우, 투자결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.
- 작성자는 본 자료에 게재된 내용들이 본인 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자의 투자 판단을 위한 자료로만 활용되어야 하며 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 저작물로서 모든 지식재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제·전송·배포할 수 없습니다.

Table 3. 투자의견 (변동)내역

일시	2026.10.14
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.

Table 4. 증권사별 보고서 발간 횟수 (기준일 2026.10.13)

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

* 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