

COMPANY REPORT

2026. 8. 7.

리서치본부

R-Advisory Research
Equity Research
research@r-advisory.co.kr

▶ AT A GLANCE

투자이전	Not Rated
현재주가	2,970원
시가총액	286억원
발행주식수	9,631,040주
유통주식 (비율)	5,252,144주 (54.5%)
52주 최저/최고	2,500원/6,220원
3M-평균거래대금	1.67억원
자본금/액면가	48.2억원/500원
외국인지분율	0.00%

▶ RELATIVE PERFORMANCE

(2025.01.02=100)	지수	누적
웨이버스	47.2	-52.8%
코스닥종합지수	116.5	+16.5%
상대강도 (RS)		40.5
기준일 2026.08.05 · 2026.07.13~08.05 매매거래정지(17거래일) 포함		

▶ 주주현황

김학성 외 13인	45.47%
소액주주	45.55%
웨이버스우리스주	2.49%
자사주	0.00%

기준일 2025.12.31 · (주)엠알씨이 7.93% 포함

웨이버스 (336060, KQ)

3차원·GeoAI 발주 길목, 시총 < 순금융자산

- 2004년 설립, 2022년 코스닥 상장한 22년 업력 공간정보 플랫폼 전문기업
- KLIS·KRAS·K-GeoP 국가 3대 시스템 구축·운영 + GS인증 1등급 5건 보유
- 제4차 공간정보산업진흥 기본계획(2026~2030) 확정, 공공 AI 예산 +37.0%
- SI 기업에서 GeoAI 플랫폼 기업으로 — Bentley Systems가 걸어난 경로
- 2026년 5~7월 공공 3건 연속 수주, 수주잔고 169억원 확보
- 순금융자산 421억원 > 시가총액 286억원의 밸류에이션 구간

WHAT'S THE STORY?

정책은 확정, 자격은 보유: 2026년 08월 03일 확정된 제4차 공간정보산업진흥 기본계획(2026~2030)이 전국토 3차원 고정밀 지도 재구축과 GeoAI 파운데이션 모델 개발을 5개년 국가과제로 명문화하면서, 동사가 20년간 수행해 온 사업의 발주 근거가 2030년 까지 연장됐다. 동사는 KLIS·KRAS·K-Geo 플랫폼이라는 국가 3대 공간정보 시스템을 구축·운영한 이력과 GS인증 1등급 5건을 보유해 그 발주의 자격 요건을 이미 충족하고 있다.

시장은 영업가치를 0 이하로 평가: 그럼에도 2026년 08월 07일 기준 시가총액 286억 원은 동사가 보유한 순금융자산 421억원에도 미치지 못한다. 협의 순금융자산 252억 원을 차감한 EV는 34억원으로 2025년 영업이익 20억원의 1.7배에 불과하다. 다만 영업이익률이 2023년 10.4%에서 2025년 2.8%로, ROE가 22.8%에서 6.7%로 2년 연속 하락한 것이 이 할인에 실체적 근거다.

리레이팅의 전제 조건: 본 리포트는 리레이팅의 전제를 판관비 증가의 성격 규명과 GeoAI 매출의 실적 확인에 둔다. 순금융자산 421억원은 자동으로 실현되는 가치가 아니라 자본배분 정책이 도입될 때에만 주주 몫으로 전환되는 조건부 가치다. 언커버드 상태에서 정책 사이클의 초입에 서 있는 종목이라는 점에서, 동사에 주목할 필요가 있을 것으로 판단된다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023	2024	2025
매출액 (억원)	405	488	564	702
영업이익 (억원)	18	51	17	20
지배주주순이익 (억원)	-81	71	33	27
영업이익률 (%)	4.4	10.4	3.0	2.8
ROE (%)	N/A	22.8	8.8	6.7
EPS (원)	-841	734	338	285
BPS (원)	2,788	3,660	4,079	4,449
PER (배)	N/A	4.1	8.8	10.4
PBR (배)	1.07	0.81	0.73	0.67

자료: 전자공시 DART, R-Advisory. EPS·BPS·PER·PBR은 액면병합(5:1) 후 발행주식수 9,631,040주 기준 재계산값이며, PER·PBR은 2026.08.07 종가 2,970원 고정 기준.

섹션 1 — 회사 개요

2004년 설립, 2022년 코스닥에 상장한 22년 업력 공간정보 플랫폼 전문기업

Margin Note

국토·지적·부동산 행정시스템 구축·운영 22년 · 2022.03 스펙합병 코스닥 상장 · 2025 매출 702억원 (+24.6%, YoY)

동사는 2004년 10월 설립된 공간정보 통합 솔루션 기업으로, 국토·지적·부동산 등 공공 행정의 핵심 시스템을 구축하고 운영하는 사업을 영위한다. 2022년 03월 30일 유안타제5호기업인수목적(주)와의 합병을 완료해 같은 해 04월 14일 코스닥시장에 상장했다. 2025년 연결 매출액은 702억원(+24.6%, YoY), 영업이익은 20억원(+18.7%, YoY)으로 2023년 이후 3년 연속 외형이 확대됐다. 2025년 12월 말 기준 임직원은 423명이며, **회사 IR 자료에 따르면** 그중 기술·연구개발 인력이 90%를 차지하는 것으로 파악된다.

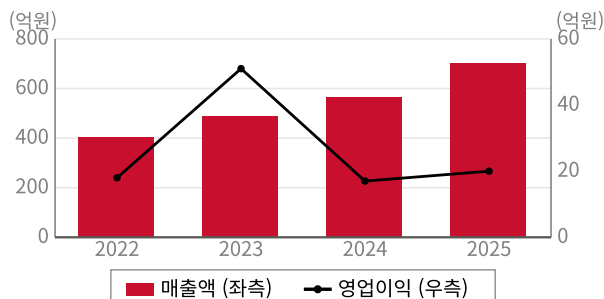
연결 범위는 지배기업 (주)웨이버스와 **100% 종속기업 2사**로 구성된다. (주)웨이텍(2025년 매출 51.8억원·순손실 2.6억원)과 (주)스패셜티(매출 32.9억원·순이익 3.2억원)이며, 별도 매출 620.8억원과 연결 매출 702.0억원의 차이 81.2억원이 이 두 회사 몫이다. 별도로 (주)웨이텍이 33.33% 출자한 **(주)에스앤티시스템은 관계기업(연결 미편입)으로 지분법**을 적용한다. 2025년 지분법손익 -4.1억원은 이 관계기업의 순손실 12.3억원이 반영된 결과이며, 장부금액은 2024년 말 10.8억원에서 2025년 말 6.7억원으로 감소했다.

사업은 별도 기준 6개 부문으로 나뉜다. 2025년 매출비중은 공간정보 SM 25.0%, 공간정보 플랫폼 22.2%, 공간정보 SI 19.2%, 인프라 16.8%, GIS 16.2%, 기타 0.6%다. 이 가운데 SM(유지관리)은 이미 구축한 시스템을 다년 계약으로 운영하며 발생하는 경상 수익으로, 매출의 4분의 1이 발주처가 사실상 교체하기 어려운 구조에서 나온다. 여기에 2023년 12월 네이비스시스템(주)의 GIS 사업부문을 양수하면서 측량·수치지도 제작 등 공간정보 원천데이터의 직접 생산 역량을 확보했고, 해당 부문 매출은 2024년 65억원에서 2025년 101억원(+55.6%, YoY)으로 확대됐다.

주목할 것은 **단순히 SI 용역을 수행하는 회사가 아니라, 자체 플랫폼 위에서 용역을 수행하는 회사**라는 점이다. 동사는 클라우드 네이티브 2D 공간정보 개발 플랫폼 지온파스(GeOnPaaS)와 3D 디지털트윈 엔진 지온디티(GeOnDT)를 자체 개발해 자사 프로젝트의 기반 기술로 투입하고, 동시에 협력업체에 대리점 형태로 공급한다. 또한 공공 SW 시장은 발주처가 규격을 정하고 다수 사업자가 입찰하는 구조여서 원가 경쟁으로 흐르기 쉬운 시장이라는 점에서, 공통 개발요소를 모듈화해 투입 인력과 시간을 줄이는 플랫폼 보유 여부가 수익성을 가르는 변수가 된다. 이는 동사가 20년간 축적한 프로젝트 경험을 재사용 가능한 자산으로 전환해 온 결과로 해석된다.

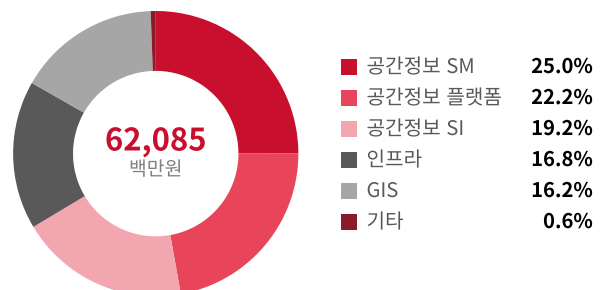
자료: 전자공시 DART(2025사업연도 사업보고서 연결주석 1.2·1.3·10·34), R-Advisory

그림1. 웨이버스 (연결) 매출액 및 영업이익 추이 (억원)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory

2025년 매출 구성 (별도, 백만원)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory

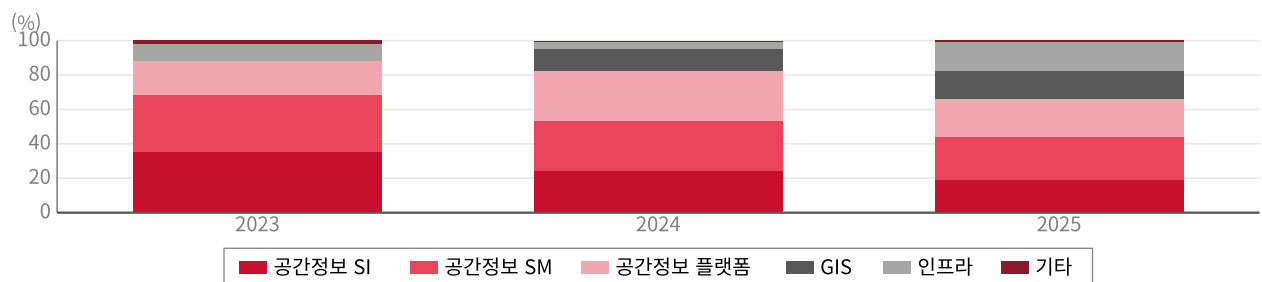
Margin Note

정책은 확정, 자격은 보유 · 전환은 진행 중 · 밸류에이션은 순금융자산 미만

본 리포트의 논거는 세 겹이다. 첫째, 2026년 08월 03일 확정된 제4차 공간정보산업진흥 기본계획(2026~2030)이 전국토 3차원 고정밀 지도 재구축과 GeoAI 파운데이션 모델 개발을 5개년 국가과제로 명문화하면서, 동사가 20년간 수행해 온 사업의 발주 근거가 2030년까지 연장됐다. 둘째, 동사는 한국토지정보시스템(KLIS)·부동산종합공부시스템(KRAS)·K-Geo 플랫폼이라는 국가 3대 공간정보 시스템을 구축·운영한 이력과 GS인증 1등급 5건을 보유해, 그 발주의 자격 요건을 이미 충족하고 있다. 셋째, 그럼에도 2026년 08월 07일 기준 시가총액 286억원은 동사가 보유한 순금융자산 421억원에도 미치지 못한다. 즉 시장은 동사의 영업 가치를 0 이하로 평가하고 있다. **다만 영업이익률이 2023년 10.4%에서 2025년 2.8%로 2년 연속 하락했고 ROE도 22.8% → 6.7%로 떨어진 것이 이 할인의 실체적 근거다. 이에 따라 본 리포트는 리레이팅의 전제 조건을 판관비 증가의 성격 규명과 GeoAI 매출의 실적 확인에 두고 서술한다.**

리포트 구성 안내 — 섹션 2는 진입장벽, 섹션 3은 정책·예산, 섹션 4는 전환 경로, 섹션 5는 신규 수주, 섹션 6은 경쟁구도와 전방 시장, 섹션 7은 밸류에이션·자본배분·리스크를 다룬다.

그림2. 웨이버스 사업부문별 매출비중 추이 (별도 기준, %)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory. 2023.12 네이버시스템(주) GIS 사업부문 양수로 2024년부터 GIS 부문이 신설됐다.

그림3. 웨이버스 주요 연혁 (2단 타임라인)

도입기 (2004~2018)	성장기 (2019~2026)
2004.10 (주)웨이버스 법인 설립	2019.02 WeFramework 1.0 GS인증 1등급
2005.05 기업부설연구소 인정 / 측량업 등록	2020.05 GeOnPaaS 상표 등록
2006.09 벤처기업 확인	2021.01 ImFramework v1.0 GS인증 1등급
2007.12 기술혁신형 중소기업(INNO-Biz)	2022.03 유안타제5호기업인수목적(주) 합병
2010.07 WE-MAP X-V v1.0 GS인증	2022.04 코스닥시장 합병신주 상장
2011.10 대통령 산업포장(대표이사 김학성)	2022.08 GeOnPaaS v1.0 GS인증 1등급
2018.02 ISO 9001:2015 인증	2023.12 네이버시스템(주) GIS 사업부문 인수
2018.11 (주)웨이텍 설립	2025.03 GeOnDT v1.0 GS인증 1등급
	2025.05 GeOnCity-GeOnAirX v1.0 출시
	2025.07 WSCE 2025 AI·데이터 부문 어워즈 수상
	2025.12 삼백만불 수출의 탑 / 대통령 산업포장(대표이사 박창훈)
	2025.12 GeOnAI v1.0 출시

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

섹션 2 — 해자

KLIS·KRAS·K-GeoP 국가 3대 시스템 구축·운영 + GS인증 1등급 5건 보유

Margin Note

국가 3대 공간정보 시스템 구축·운영 사업자 · GS인증 1등급 5건 · 대기업 참여제한이 만든 제도적 진입장벽

동사의 진입장벽은 세 층으로 쌓여 있다. **첫째, 레퍼런스다.** 동사는 2006년 한국토지정보시스템(KLIS) 구축을 완료한 이래 국토교통부 부동산종합공부시스템(KRAS), 국토교통부·LX 한국국토정보공사의 K-Geo 플랫폼을 구축·운영해 왔다. 국가 단위 행정 시스템은 한 번 구축되면 고도화·유지관리·차세대 전환이 후속 사업으로 이어지고, 그 발주에서는 기존 구축사가 데이터 구조와 업무 절차를 이미 알고 있다는 이유로 구조적 우위를 갖는다. 실제로 동사는 2026년 05월 국토교통부의 '3차 차세대 부동산종합공부시스템 구축' 사업 39억원(사업기간 ~2027.02.13)을 수주했다.

둘째, 인증이다. 동사가 보유한 소프트웨어 품질인증(GS인증) 1등급은 사업보고서 II-7 기술 인증 기준으로 5건이다. 유니온맵 v1.0(2019.01.31), 위프레임워크 v1.0(2019.02.21), 정보수집프레임워크 v1.0(2021.01.04), 지온파스 v1.0(2022.08.01), 지온디티 v1.0(2025.03.24)이 그것이다. 여기에 클라우드 지도 협업 서비스 맵픽-Gov가 클라우드서비스보안인증(CSAP, 2024.07.31~2029.07.30)과 K-PaaS 호환성 인증(2023.12.14)을 확보했다. 공공 SW 조달에서 GS인증은 사실상 납품 자격 요건으로 작동한다. 회사 측은 신규 진입자의 인증 취득에 1~2년이 소요된다고 설명하나 이 소요기간은 독립 출처로 확인되지 않았다. 다만 동사가 보유한 5건의 취득일자가 2019년부터 2025년까지 6년에 걸쳐 있다는 사실 자체가 **인증이 한 번에 확보되는 자격이 아니라 시간으로 누적되는 자격임을 보여준다.**

셋째, 제도다. 소프트웨어 진흥법 제48조는 국가기관이 발주하는 소프트웨어 사업에 대기업의 참여를 제한하고 있으며, 이 조항으로 삼성·LG·SK 등 대기업 계열 S는 공공부문 공간정보 시스템 구축 사업에서 철수한 상태다. 또한 중소기업 제품 구매촉진 및 판로지원에 관한 법률 제6조에 따라 국토교통부 고시상 측량 대상 영역이 중소기업자간 경쟁제품으로 지정돼, 설계 분야 측량 영역은 중소 규모 사업자가 경쟁하도록 법제화됐다.

다만 이 제도적 보호막은 동사만의 것이 아니라 동종 중견 SW기업 전체에 동일하게 적용되는 공통 우산이다. 실제로 비상장 경쟁사 A사는 2025년 매출 715.5억원·영업이익 29.4억원으로 동사(702.0억원·19.9억원)를 소폭 앞선다(자료: NICE평가정보 재무데이터, 2026년 조회). 이에 따라 동사의 차별성은 제도가 아니라 국가 기간시스템 구축 이력과 자체 플랫폼 보유 여부에서 찾아야 하며, 이 두 축이 실제로 후속 수주로 전환되는지가 해자의 실효성을 판정하는 기준이 된다.

자료: 전자공시 DART(사업보고서 II-1 사업의 개요 / II-7 기술 인증 / 분기보고서 2025.3Q), R-Advisory

그림4. 공공 공간정보 SW 사업자 요건 비교 매트릭스 (익명 처리)

요건	동사	A사	B사	C사
국가 기간 공간정보 시스템 구축·운영 이력 (KLIS·KRAS·K-GeoP)	●	△	-	-
GS인증 1등급 자체 SW 3건 이상	●	●	△	-
3D 디지털트윈 엔진 자체 보유	●	●	-	-
클라우드 보안인증(CSAP) SaaS 보유	●	-	-	●
공간정보 원천데이터 직접 생산(측량·수치지도)	●	●	●	-
코스닥 상장 (자금조달·공시 투명성)	●	-	●	-

자료: R-Advisory

* ●=충족, △=부분 충족, -=미확인. 경쟁사는 실명을 표기하지 않았습니다.

* 동사 항목은 사업보고서 및 공시 기준이며, 경쟁사 항목은 공개자료 확인 범위에 한정됩니다.

섹션 3 — 산업 · 정책

제4차 공간정보산업진흥 기본계획(2026~2030) 확정, 공공 AI 예산 +37.0%

Margin Note

2026.08.03 제4차 기본계획 확정 · 2D 1:5,000 → 3D 1:1,000 전국토 재구축 · GeoAI 파운데이션 모델 국가과제 지정

① 매크로 — 정부가 국토의 좌표계를 다시 그리기로 했다

국토교통부는 2026년 08월 03일 국가공간정보위원회 심의를 거쳐 **제4차 공간정보산업진흥 기본계획(2026~2030)**을 확정했다. 공간정보산업 진흥법 제5조에 근거한 5개년 법정계획으로, 3대 추진전략·12개 세부과제로 구성된다. 핵심은 국가 기본도를 2차원 1:5,000 축척에서 3차원 1:1,000 고정밀 입체지도로 전환하는 것이다. 여기에 정밀도로지도·보행지도·실내공간정보·지하공간통합지도 고도화, 국토위성 3·4호기 및 SAR 위성 도입, **GeoAI 파운데이션 모델 개발**이 과제로 포함됐다. 국토교통부가 제시한 산업 현황 기준값은 매출액 11조 3,000억원, 사업체 5,854개, 종사자 74,067명이다.

자료: 국토교통부, 2026.08.03 / 국토교통부 「2025년 공간정보산업 통계조사」, 2025.12.21

② 소거법 — 이 재구축을 누가 수행하는가

전국토를 2D에서 3D로 다시 만든다는 것은 기존에 구축된 공간정보 DB를 전량 재생산한다는 뜻이다. 이 작업은 (1) 원천데이터 생산(측량·항공촬영·위성영상), (2) 3D 변환·모델링, (3) 플랫폼 구축·연계, (4) 품질검수·갱신의 4단계로 나뉜다. 이 가운데 (1)은 전통 측량업체가, (3)은 SW·플랫폼 사업자가 담당한다. 동사는 2023년 12월 GIS 사업부문 인수로 (1)을, 자체 플랫폼 GeOnPaaS·GeOnDT로 (2)(3)을 동시에 커버하는 몇 안 되는 사업자다. **단순히 지도를 만드는 회사도, 단순히 시스템을 짜는 회사도 아니라 두 공정을 한 회사 안에서 연결한 구조**라는 점이 이 계획에서 동사의 위치를 규정한다.

③ 예산 — 계획서가 아니라 집행 단계에서 확인된다

법정계획의 실행력은 연도별 시행계획 예산으로 확인된다. 국토교통부가 2025년 05월 02일 발표한 국가공간정보정책 시행계획에 따르면 2025년 공간정보 정책사업은 **총 5,838억원(1,209개 사업)**으로, 2024년 4,840억원 대비 **998억원(+20.6%)** 증액됐다. 구성은 중앙정부 3,819억원(104개 사업)과 지자체 2,019억원(1,105개 사업)이며, 전략별로는 디지털트윈 구축·활용이 3,993억원(68%)으로 가장 크다. 이 5,838억원은 계획 예산이 아니라 그해 실제 발주되는 사업의 합계라는 점에서 동사의 조달 가능 시장(SAM)에 가장 가까운 지표다.

자료: 국토교통부, 2025.05.02 (뉴시스 보도)

* 2026년 시행계획 예산은 본 리포트 작성 시점에 공표된 자료를 확인하지 못했습니다. 2025년의 +20.6%를 2026년으로 연장 적용하지 않았습니다.

④ 인접 예산 — AI가 공간정보 예산 밖에서 들어온다

동사에 유입되는 예산은 공간정보 계정에만 있지 않다. 과학기술정보통신부가 2026년 04월 06일 발표한 **2026년 공공부문 소프트웨어·ICT장비 수요예보**에 따르면 총 규모는 6조 4,737억원(+4.2%, YoY)이며, 그중 **AI 관련 사업이 2025년 2,849억원에서 2026년 3,903억원으로 +37.0% 증가**했다. SW 구축이 4조 9,681억원(76.7%)으로 대부분을 차지하고, 2026년부터 SaaS 구매(406억원)가 별도 비목으로 신설됐다. 또한 국가인공지능전략위원회가 2026년 03월 04일 공개한 자료 기준 2026년 정부 AI 예산은 9조 9,000억원으로 2025년 3조 3,000억원의 약 3배이며, 「대한민국 인공지능 행동계획」의 12대 전략분야에 ‘공공 인공지능 대전환’이 독립 축으로 편성됐다.

이 인접 예산이 실제로 동사 매출로 전환된 사례가 이미 확인된다. 동사는 2026년 07월 09일 한국전기안전공사의 ‘전기안전 AI 플랫폼 구축 용역’ 26억 4,500만원(7개월, 컨소시엄 주관)을 수주했다. 온프레미스 멀티 LLM 환경 구축과 GIS 기반 전국 전기안전 데이터 공간 시각화·위험도 분석이 사업 범위다. 공간정보 발주처가 아닌 에너지·안전 공기업에서 GeoAI 레퍼런스를 확보했다는 점에서, AI 예산 계정을 통한 전방시장 확장 경로가 열린 것으로 판단된다.

자료: 과학기술정보통신부, 2026.04.06 / 국가인공지능전략위원회, 2026.03.04 / 한국전기안전공사 수주 — 헤럴드경제, 2026.07.09

⑤ 제도 — AI 인증이 입찰 점수가 됐다

2026년 07월 14일 국무회의를 통과해 07월 21일 시행된 **인공지능 기본법 시행령** 개정안은 공공조달에서 AI 제품·서비스를 우선 고려하도록 하고, 확인을 받은 사업자에게 (1) 다수공급자계약(MAS) 참여 요구 기업 수 3개사 → 2개사 완화, (2) 납품실적 요건 면제, (3) 신용평가 등급 요건 면제, (4) **기술평가 신인도 가점 1.5점**을 부여한다. 공공 SW 입찰이 기술평가 중심으로 운영된다는 점을 감안하면 1.5점은 낙찰 순위를 바꿀 수 있는 크기다. 동사가 2025년 12월 출시한 GeOnAI v1.0을 AI 제품으로 확인받을 경우 이 가점의 적용 대상이 될 것으로 예상된다.

자료: 과학기술정보통신부, 2026.07.14 국무회의 의결

* 동사가 해당 확인을 취득했는지 여부는 확인되지 않았습니다.

⑥ 규제 리스크 — 대기업 참여제한 완화 논의

다만 동사의 제도적 보호막에는 방향이 반대인 변수가 하나 걸려 있다. 소프트웨어 진흥법 제48조 제4항(상호출자제한기업집단 소속 기업의 공공SW사업 참여 제한)을 삭제하는 개정안이 2026년 05월 국회 과학기술정보방송통신위원회에 발의돼 계류 중이다. 통과 시 대기업 계열 SI가 대형 공간정보·AI 사업에 원청으로 진입할 수 있어, 동사가 원청에서 하도급으로 밀릴 위험이 있다. 이에 따라 동사의 방어선은 법률이 아니라 국가 기간시스템 운영 이력과 GS인증·CSAP 자격에 있으며, 대기업이 단기간에 복제하기 어려운 영역은 후자다. 참고로 2024년 12월 도출된 업계 조정안(중소기업 단독 참여 구간 20억원 → 40억원 미만 확대 등)은 2026년 07월 기준 19개월째 시행되지 않고 있어, 이 변수의 발생 시점과 방향 모두 예측이 어려운 상태다.

자료: 전자신문, 2026.05.29 / 디지털데일리, 2026.07.24

그림5. 공간정보·공공AI 예산 및 시장 지표

지표	기준연도	값	증감	출처·발표일
공간정보 정책사업 예산	2025	5,838억원	+20.6%	국토교통부, 2025.05.02
제7차 국가공간정보정책 기본계획 총예산	2023~2027	3조 7,700억원	-	국토교통부, 2023.06.22
↳ 디지털트윈체계 구축	2023~2027	2조 1,744억원	(57.7%)	동일
공공부문 SW·ICT 수요	2026	6조 4,737억원	+4.2%	과기정통부, 2026.04.06
↳ AI 관련 사업	2026	3,903억원	+37.0%	동일
정부 AI 예산	2026	9조 9,000억원	약 3배	국가AI전략위, 2026.03.04
국내 공간정보산업 매출	2024	11조 2,836억원	+1.9%	국토교통부, 2025.12.21
글로벌 지리공간 지능 시장	2025→2030	\$37.1B → \$62.9B	CAGR 11.1%	MarketsandMarkets, 2026.01.12

자료: 각 기관 발표자료, R-Advisory

* 회사 IR Book에 기재된 「국내 GeoAI 시장 2028년 15조원(KT경제연구소 2025 추정)」은 독립 출처로 확인되지 않아 본 리포트에서 인용하지 않았습니다. 국내 시장 규모는 실제 집행 예산(공간정보 정책사업 5,838억원, 공공 AI 사업 3,903억원)으로 대체 표기했습니다.

* 회사 IR Book의 「글로벌 GeoAI 시장 2029년 \$63.4B」 역시 원출처를 확인하지 못해 MarketsandMarkets의 Geospatial Intelligence Market(\$37.13B → \$62.88B, CAGR 11.1%)으로 교체 인용했습니다.

섹션 4 — 전환 스토리

SI 기업에서 GeoAI 플랫폼 기업으로 — Bentley Systems가 걸어난 경로

Margin Note

2025.12 GeOnAI v1.0 출시 · 2026.08 대표이사 주주서한 — AI 솔루션 기업 전환 선언 · 해외 벤치마크 Bentley Systems

동사는 2025년 12월 공간정보와 인공지능을 결합한 차세대 공간지능 플랫폼 **지온에이아이(GeOnAI) v1.0**을 출시했다. 거대언어모델(LLM)을 공간정보와 결합해 자연어 질의만으로 공간데이터를 검색·추출하고 복잡한 공간분석을 수행하는 ‘Geo-LLM’ 기술과, 위성·항공영상 분석으로 국토 변화를 탐지해 데이터베이스를 자동 갱신하는 ‘Vision AI’ 기술이 핵심이다. 하위 모듈로 지온파서(GeOnParser, 비정형 데이터 정형화)와 지온비전(GeOnVision, 시계열 변화탐지·다중객체 식별)이 함께 제공된다. 이어 2026년 08월 06일 김학성·박창훈 공동대표는 주주서한을 통해 “**단순 시스템통합(SI) 구축 기업을 넘어 AI 솔루션 및 AI 에이전트 서비스 기업으로 가치를 재평가받겠다**”는 전환 전략을 발표했다.

전환의 단계는 세 갈래로 축조되고 있다. **1단계는 플랫폼 확보다.** 2022년 GeOnPaaS v1.0, 2025년 GeOnDT v1.0이 각각 GS인증 1등급을 취득했고, 2025년 05월 두 엔진을 결합한 지자체용 스마트시티 패키지 **지온시티(GeOnCity)**를 출시해 재난 대비·시설물 관리·도시계획·UAM·드론 등 7개 분야 약 30개 행정 서비스를 모듈화했다. 지온시티는 2025년 07월 월드스마트시티엑스포(WSCE 2025) AI·데이터 부문 어워즈를 수상했다. **2단계는 AI 엔진 탑재다.** 검증된 플랫폼 위에 AI 엔진을 얹어 데이터 생산 자동화와 지능형 분석을 수행하는 구조로, 동사는 자동 변화탐지 기술을 통해 전통적 DB 구축·갱신에 소요되는 인력과 비용을 절감할 수 있다고 설명한다. **3단계는 서비스화다.** 클라우드 지도 협업 SaaS 맵픽(Mappick)이 CSAP 간편등급을 획득해 구독형 공급 경로를 확보했고, 회사는 GeOnAI 기반 법률·인허가 특화 AI 에이전트 서비스와 SaaS·구독형 비즈니스 모델 전환을 병행 추진 중이라고 밝히고 있다.

이 경로는 해외에서 이미 검증된 궤적이다. **Bentley Systems(NASDAQ: BSY)**는 인프라 엔지니어링 소프트웨어 라이선스 사업에서 출발해 인프라 디지털트윈 구독 모델로 전환한 기업이다. FY2025 총매출 15억 18만 달러(+11.0%, YoY) 가운데 **구독매출이 13억 767만 달러로 91.7%**를 차지하며, ARR은 14억 6,210만 달러, 영업이익률은 24.1%(2024년 22.3%)다. 2026년 08월 06일 기준 시가총액은 110.7억 달러, EV/Sales 7.60배, PBR 9.35배 수준이다. 주목할 것은 전환 방식이다. Bentley는 기존 영구 라이선스 고객을 강제 전환하지 않고 신규 계약만 구독으로 받는 점진 전략을 택해, FY2020 매출 8억 400만 달러에서 FY2025 15억 18만 달러로 5년간 87% 성장했다.

동사의 현 위치는 그 궤적의 초입이다. 별도 기준 공간정보 플랫폼 매출은 2023년 84억원(19.9%) → 2024년 153억원(29.4%) → 2025년 138억원(22.2%)으로 아직 20%대에서 등락하고 있으며, 구독 매출은 별도로 공시되지 않는다. **다만 KLIS·KRAS 등 기존 유지관리 계약(별도 매출의 25.0%)을 그대로 두고 지온시티·맵픽 신규 지자체만 구독으로 받는 구조는 Bentley가 실제로 실행한 설계와 동일하다.** 이에 따라 전환의 진도는 플랫폼 매출비중이 30%를 넘어서는 시점과 SaaS 구독 지표(가입 기관 수·ARR)가 공시되기 시작하는 시점으로 확인할 수 있을 것으로 판단된다.

그림6. 전환 경로 비교 — 웨이버스 vs Bentley Systems

항목	웨이버스 (FY2025)	Bentley Systems (FY2025)
매출액	702억원	\$1,501.8M
플랫폼·구독 매출비중	22.2% ¹⁾	91.7%
영업이익률	2.8%	24.1%
PBR	0.67배	9.35배
EV/Sales	0.05배²⁾	7.60배

자료: 전자공시 DART, Bentley Systems IR(2026.02.26), StockAnalysis.com(2026.08.06), R-Advisory

* 1) 동사 플랫폼 비중은 별도 기준 「공간정보 플랫폼」 부문 매출비중이며, 구독 매출은 별도 공시되지 않습니다.

* 2) 동사 EV는 시가총액 286억원에서 협의의 순금융자산 252억원을 차감한 34억원 기준입니다.

* Bentley는 사업 진화 경로의 참조 사례로 인용한 것이며, 동사의 목표 밸류에이션을 제시한 것이 아닙니다.

전환 진도 체크포인트

- ① 별도 플랫폼 매출비중 30% 돌파
- ② SaaS 구독 지표(가입 기관 수·ARR) 공시 개시
- ③ GeOnAI 매출의 별도 부문 분리 공시
- ④ 판관비 증가의 마진 회복 전환

섹션 5 — 신규 모멘텀

2026년 5~7월 공공 3건 연속 수주, 수주잔고 169억원 확보

2026 확인 수주

137

억원+ · 공공 4건

수주잔고

169

억원 · 2025.12.31 기준

국책 R&D

2

건 진행 · 도시안전·UAM

SM 다년계약 잔고

69

억원 · 2026~2027 인식

동사는 2026년 상반기 이후 공공 부문에서 계약을 연속 확보했다. **첫째**, 2026년 05월 22일 국토교통부 ‘3차 차세대 부동산종합 공부시스템 구축’ 39억원(전년 매출 대비 5.61%, 사업기간 ~2027.02.13). **둘째**, 2026년 05월 27일 공시된 국민건강보험공단 ‘2026년 정보시스템 통합유지관리 용역’ 71억 9,188만원(최근 매출액 702억원 대비 10.24%, 계약기간 2026.06.01~2028.05.31). **셋째**, 2026년 07월 09일 한국전기안전공사 ‘전기안전 AI 플랫폼 구축 용역’ 26억 4,500만원(7개월). **넷째**, 2026년 07월 27일 한국공항공사 ‘승강형 디지털 버티포트 플랫폼 구축사업’(계약금액 미공개)이다. 앞서 2025년 12월 18일에는 LH 정보인프라 유지보수 용역 71억원(계약기간 2026.01.01~2028.12.31, 3년)을 공시했다.

수주잔고도 확인된다. 2025사업연도 사업보고서 II-4 수주상황에 따르면 2025년 12월 31일 기준 공공기관 발주 8건의 수주총액은 390억원, 누적매출액 221억원, **잔여 수주잔고는 169억원**이다. 이 중 공간정보 SM 3건(잔고 69억원)은 2026~2027년에 걸쳐 인식되는 다년 계약이다.

미래 옵션으로는 국책 R&D 2건이 있다. **도시안전 AI 과제는** 멀티모달 AI 기반 도시 복합재해 예측·대응 플랫폼을 개발하는 사업으로, 회사 측에 따르면 동사가 총괄 주관을 맡고 KAIST·데이터메이커가 공동 참여하며 대전광역시 4개 구에서 실증을 진행하는 것으로 파악된다. **DGIST-UAM 관제 과제는** GPS 음영 환경에서 카메라(Vision) 기반 자율 측위를 검증해 TRL 7 달성을 목표로 하는 사업으로, 대구광역시 도심이 실증지역이다. 또한 동사는 2025년 11월 GeOnAirX 상표를 출원하고 창원산업진흥원 UAM 비행절차·회량 자동생성 연구, 한국공항공사 디지털 버티포트 플랫폼 등에 적용하고 있다.

다만 이 두 과제는 회사 IR 자료에 기재된 내용이며 공개 자료로 교차검증되지 않았고, 사업화 매출은 아직 발생하지 않았다. 국토교통부가 2026년 07월 15일 발표한 바에 따르면 UAM 상용화 목표는 기존 2025년에서 2028년으로 3년 연기됐고 초기 운항기준도 동시 운항 1대·일 편도 10회 이하로 보수적으로 설정됐다. 이에 따라 두 과제는 확정 실적이 아니라 2028년 이후를 겨냥한 옵션으로 평가하는 것이 타당하며, 2026년 실적을 좌우하는 것은 여전히 KRAS·건보공단·LH 등 기존 공공 SI·SM 계약이다.

그림7. 웨이버스 수주잔고 현황 (2025.12.31 기준, 백만원)

발주처	품목	수주일자	납기일	수주총액	누적매출액	수주잔고
공공기관	공간정보 SI	2023.11.30	2026.11.30	14,441	7,998	6,442
공공기관	공간정보 SI	2025.05.27	2026.02.11	1,133	820	313
공공기관	공간정보 SI	2025.07.17	2026.05.18	1,097	304	793
공공기관	공간정보 SI	2025.11.21	2026.05.20	1,447	278	1,169
공공기관	공간정보 SI	2025.11.14	2026.08.11	1,495	139	1,356
공공기관	공간정보 SM	2024.06.01	2026.05.31	12,467	9,888	2,579
공공기관	공간정보 SM	2024.07.29	2027.07.28	3,423	1,474	1,949
공공기관	공간정보 SM	2025.04.01	2027.05.01	3,520	1,177	2,344
합계				39,022	22,078	16,944

자료: 전자공시 DART(2025사업연도 사업보고서 II-4), R-Advisory

그림8. 2025년 하반기~2026년 확인 수주·계약 이력

일자	발주처	사업명	금액	단계
2025.11.25	한국전기안전공사	디지털트윈 기반 ESS 성능평가 시스템 구축	약 48억원(컨소시엄)	수주
2025.12.18	LH	정보인프라 유지보수 용역 (3년)	71억원	공시
2026.05.22	국토교통부	3차 차세대 부동산종합공부시스템 구축	39억원	수주
2026.05.27	국민건강보험공단	2026년 정보시스템 통합유지관리 용역 (2년)	71.9억원	공시
2026.07.09	한국전기안전공사	전기안전 AI 플랫폼 구축 용역 (7개월)	26.5억원	수주
2026.07.27	한국공항공사	승강형 디지털 버티포트 플랫폼 구축	미공개	수주

자료: 각 사 공시 및 언론 보도, R-Advisory

* 건보공단 계약금액은 컨소시엄 내 동사 지분 15%가 반영된 공급가액입니다. * 한국전기안전공사 AI 플랫폼 26.5억원은 컨소시엄 총액입니다.

섹션 6 — 경쟁구도 · 전망시장

산업은 정체, 세부업종은 성장 — 성장은 점유율과 신규 도메인에서 나온다

Margin Note

공간정보산업 11.3조원 — 3년 연속 정체 (+1.9%) · 사업체 -1.7% · 종사자 -1.1% · 세부업종 중 출판·정보서비스업만 +4.1% 성장

국토교통부 「2025년 공간정보산업 통계조사」(2025.12.21 공표, 2024년 실적 기준)에 따르면 국내 공간정보산업 매출액은 11조 2,836억원으로 전년 대비 2,056억원(+1.9%) 증가하는 데 그쳤다. 반면 사업체 수는 5,854개(-101개, -1.7%), 종사자 수는 74,067명(-791명, -1.1%)으로 모두 감소했다. 산업 전체 영업이익률은 2.8%(-0.4%p)다. **즉 시장은 3년 연속 11조원대에서 정체하고 있으며, 동사의 영업이익률 2.84%는 산업 평균과 정확히 일치한다. 동사의 저마진은 개별 기업의 문제가 아니라 이 산업의 구조적 특성이라는 뜻이다.**

다만 세부업종은 갈린다. 같은 조사에서 제조업(-3.1%)과 교육서비스업(-5.2%)이 역성장한 가운데 **출판·정보서비스업만 +4.1% 성장**했고, 동사는 이 세부업종에 속한다. 또한 사업체 수와 종사자 수가 동시에 줄면서 매출은 늘었다는 것은 업체당 매출이 집중되고 있다는 뜻으로, 자금 여력과 인증을 갖춘 사업자의 점유율 확대 국면으로 해석된다.

국내 경쟁구도에서는 **다만 동사의 규모 우위가 확인되지 않는다.** 비상장 A사가 2025년 매출 715.5억원으로 동사(702.0억원)를 앞서고, 디지털트윈 SW 전문기업 B사는 2025년 12월 기술특례로 코스닥에 상장했다. 공공 GIS 조달 시장의 사업자별 점유율을 명시한 공식 통계는 확인되지 않아, 동사의 시장 지위는 점유율이 아니라 **구축한 국가 시스템의 종류와 보유 인증의 수**로만 논증할 수 있다. 이에 따라 동사의 성장 경로는 기존 공간정보 시장에서의 점유율 쟁탈이 아니라 (1) 2D→3D 재구축이라는 신규 물량과 (2) 공간정보 발주처 밖의 AI 도메인 확장 두 갈래에 놓인다.

후자의 실증이 2026년 07월 한국전기안전공사 전기안전 AI 플랫폼 26.5억원 수주다. 이는 국토교통부·행정안전부·지자체가 아닌 **에너지·안전 공기업이 발주한 사업**으로, 동사가 GIS 시각화와 위험도 분석 역량을 공간정보 밖의 도메인에 이식한 첫 사례에 해당한다. 한국전력·한국가스공사 등 설비를 전국에 분산 보유한 공기업이 동일한 구조의 수요를 갖는다는 점에서, 이 레퍼런스가 수평 확산될 경우 동사의 접근 가능 시장은 공간정보 정책사업 5,838억원을 넘어 공공 AI 사업 3,903억원 계정으로 확장된다. **다만 해당 사업은 자연어처리 전문기업과의 컨소시엄이며 26.5억원은 컨소시엄 총액이라는 점에서, 동사 몫과 기술 주도권의 소재는 확인되지 않았다.**

자료: 국토교통부 「2025년 공간정보산업 통계조사」(2025.12.21), 헤럴드경제(2026.07.09), R-Advisory

성장 경로 2갈래

- (1) **신규 물량** — 제4차 기본계획의 2D→3D 전국도 재구축. 기존 DB 전량 재생산 물량이며, 동사는 원천데이터 생산(측량·수치지도)과 플랫폼 구축·연계를 한 회사 안에서 커버한다.
- (2) **도메인 확장** — 공간정보 발주처 밖의 AI 계정. 한국전기안전공사 26.5억원이 첫 레퍼런스이며, 전국 분산설비를 보유한 공기업으로의 수평 확산이 관건이다. 확산 시 접근 가능 시장은 공간정보 정책사업 5,838억원에서 공공 AI 사업 3,903억원 계정으로 확장된다.

섹션 7 — 밸류에이션 · 자본배분 · 리스크

순금융자산 421억원 > 시가총액 286억원, 무배당·자사주 0의 자본배분 공백

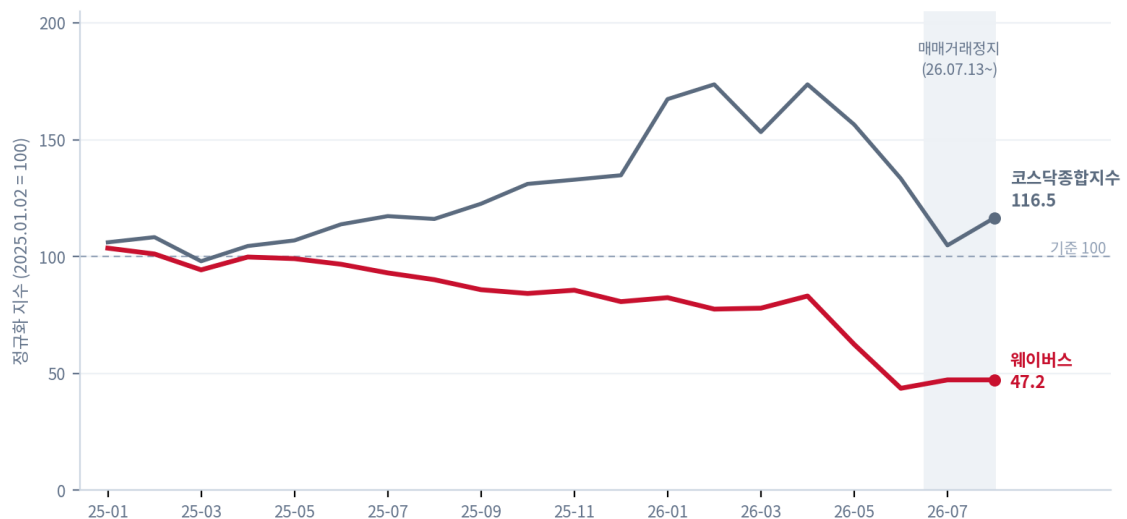
Margin Note

코스닥 대비 상대강도 **40.5** · 베타 0.47 · R^2 0.244 — 시장 설명력 24% · 차입금 0 · 순금융자산 421억원 · EV/영업이익 **1.7배**

주가 — 시장이 오르는 내내 혼자 빠졌다

밸류에이션을 논하기 전에 주가가 어떤 경로로 여기까지 왔는지를 먼저 확인할 필요가 있다. 2025년 01월 02일을 100으로 정규화하면, 2026년 08월 05일 기준 코스닥종합지수는 **116.5**인 반면 동사는 **47.2**다. 같은 기간 코스닥이 +16.5% 상승하는 동안 동사 주가는 **-52.8%** 하락했다. 기간 최고가 대비 하락률은 -56.4%로 코스닥(-34.8%)의 1.6배다.

그림9. 웨이버스 vs 코스닥종합지수 상대 추이 (월말 증가 정규화, 2025.01.02 = 100)

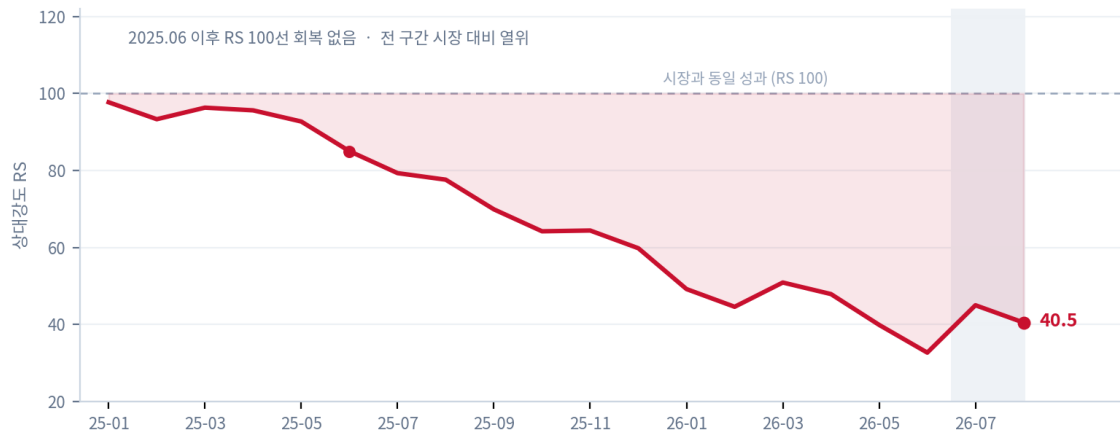


자료: Raymontology 운영 DB(daily_stock_prices · market_index_official KQ11), R-Advisory

이 괴리가 시장 요인 때문인지 개별 요인 때문인지는 연관도 지표로 갈린다. 2025.01.02~2026.08.05 거래일 387일(일간수익률 357개 사용) 기준 **일간수익률 피어슨 상관계수는 0.494, 베타는 0.47, 결정계수(R^2)는 0.244**다. 즉 **동사 주가 변동의 24.4%만 코스닥이 설명하고 나머지 76%는 개별 요인**이다. 다만 60일 롤링 상관계수가 전 구간에서 양(+)(0.059~0.684)을 유지해, 시장 동조 자체는 일시적이 아니라 구조적으로 존재한다. 방향 일치율도 61.1%(동반상승 109일 + 동반하락 102일)로 낮지 않다.

주목할 것은 **변동성과 베타의 불일치**다. 동사의 연환산 변동성은 33%로 코스닥(35%)의 0.94배에 이르는데 베타는 0.47에 그친다. 단순히 시장보다 덜 움직이는 저베타 종목이 아니라, 시장과 같은 크기로 움직이되 그 움직임의 절반이 시장과 무관한 방향으로 발생한다는 뜻이다. 또한 상승 추종을 53% 대 하락 추종을 67%로 하방을 조금 더 잘 따라간다.

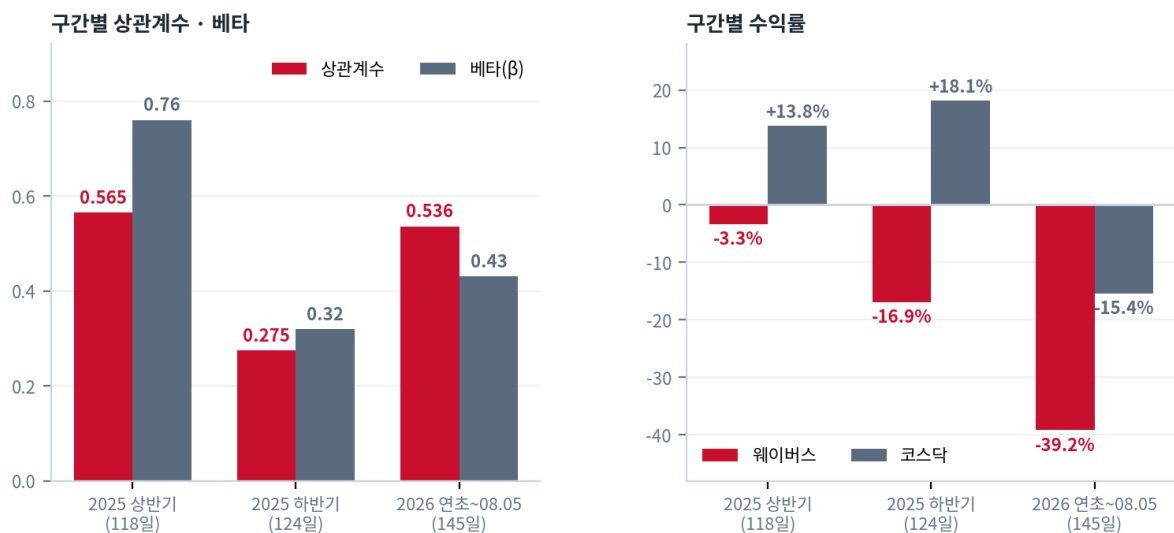
그림10. 웨이버스 상대강도(RS) 추이 (코스닥 대비)



자료: Raymontology 운영 DB, R-Advisory

상대강도(RS)는 2025년 06월 100선 아래로 내려간 뒤 **14개월간 한 번도 회복하지 못하고 40.5까지 하락**했다. 일간 알파는 -0.161% /일로 연 환산 약 -41% 의 지속적인 음(-)의 초과수익이다. 이 구간은 동사가 매출을 3년 연속 늘리고(487억 → 564억 → 702억) 공공 수주를 연속 확보한 시기와 겹친다. 즉 **외형 성장이 주가로 전달되지 않았고, 그 단절이 14개월간 지속**됐다.

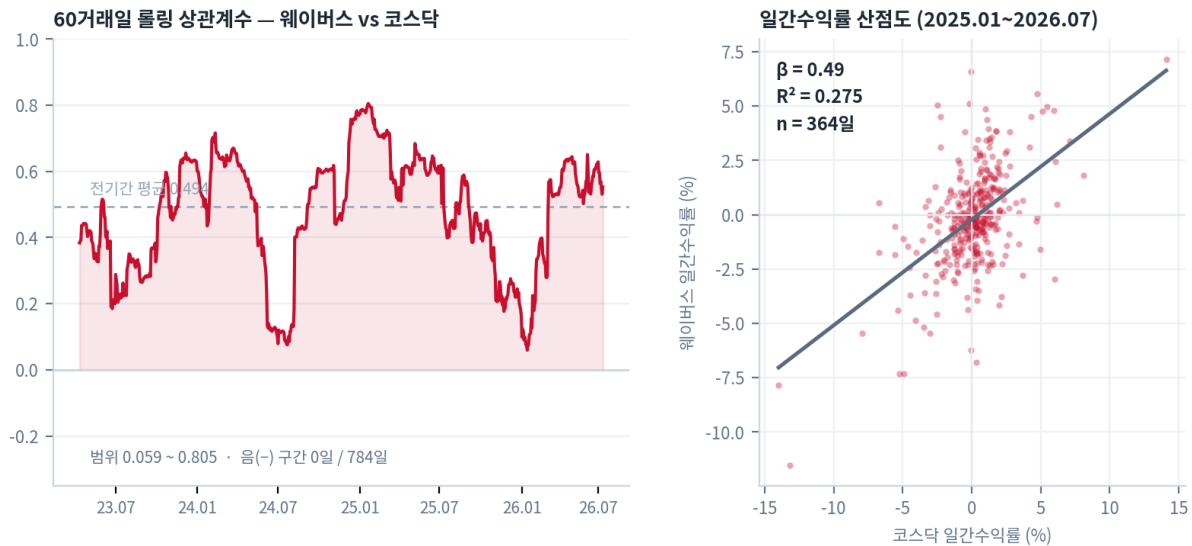
그림11. 구간별 시장 동조성과 성과 괴리



자료: Raymontology 운영 DB, R-Advisory

구간별로 보면 괴리가 가장 크게 벌어진 시점이 드러난다. 2026년 연초~08월 05일 구간에서 코스닥이 -15.4% 하락하는 동안 동사는 **-39.2%** 하락했다. 같은 구간의 상관계수는 0.536으로 3개 구간 중 가장 높고 변동성도 44%로 가장 크다. **시장 하락에 개별 악재가 겹친 형태**이며, 이 구간에 주식병합 결정(2026.05.20)과 매매거래정지(2026.07.13~)가 포함된다. 반면 2025년 하반기는 상관계수 0.275·베타 0.32로 시장과 가장 무관하게 움직였고, 그 구간에도 동사는 -16.9%로 홀로 하락했다.

그림12. 시장 동조성 진단 (60거래일 롤링 상관 · 일간수익률 회귀)



자료: RaymondsIndex API(2_series_aligned · KQ11 공표지수), R-Advisory. 매매거래정지(2026.07.13~)·수집공백일 제외.

일별 원계열(2023.01.13~2026.08.05, 861거래일 정합)로 60거래일 롤링 상관계수를 산출하면 **3년 7개월 784개 관측치 전 구간에서 단 하루도 음(-)으로 뒤집히지 않았다**(범위 0.059~0.805). 시장 동조가 특정 국면의 일시적 현상이 아니라 구조적으로 존재한다는 뜻이다. 다만 상관의 강도 자체는 크게 출렁여 2024년 07월과 2026년 01월 두 차례 0.1 아래까지 떨어졌고, 그 구간에는 개별 요인이 주가를 거의 전적으로 지배했다.

동일 계열로 2025년 01월 이후 구간을 재산출하면 $\beta 0.49 \cdot R^2 0.275 (n=364)$ 일, 운영 DB 산출값($\beta 0.47 \cdot R^2 0.244, n=357$ 일)과 허용 오차 내에서 일치한다. 두 값의 차이는 거래정지·수집공백 제외 규칙의 미세한 차이에서 발생한 것으로, 본문에는 운영 DB 산출값을 기준으로 서술했다.

다만 이 분석의 실질 종료 시점은 2026년 07월 10일(마지막 실제 거래일, 종가 590원)이다. 07월 13일부터 08월 05일까지 17거래일은 주식병합에 따른 매매거래정지 구간으로 거래량이 0이며, 차트의 수평 구간은 주가 안정이 아니라 거래 부재를 뜻한다. 이에 따라 위 지표는 **정지 구간을 수익률 산출에서 제외**(386개 중 357개 사용)한 값이며, 병합 후 재산정된 기준가(2,950원) 이후 구간은 별도 분석이 필요하다.

밸류에이션 — 시장이 매긴 영업가치

2026년 08월 07일 종가 2,970원 기준 동사의 시가총액은 286억원이다. 반면 2025년 12월 31일 연결 재무상태표상 동사의 금융 자산은 다음과 같다.

웨이버스 순금융자산 산출 (2025.12.31 연결, 백만원)

항목	금액	비고
현금및현금성자산	10,111	
기타유동금융자산 중 금융상품	14,839	단기 예치금
당기손익공정가치금융자산(유동)	982	
소계 — 협의 금융자산	25,932	
당기손익공정가치금융자산(비유동)	16,880	주석 9 합계 17,863(회사채 14,125 + 출자금 3,737) 중 비유동분
소계 — 광의 금융자산	42,812	
(차감) 리스부채 유동+비유동	-750	차입금·사채 잔액 0
협의 순금융자산	25,182	252억원 · 시가총액의 88.0%
광의 순금융자산	42,062	421억원 · 시가총액의 147.0%

자료: 전자공시 DART(2025사업연도 사업보고서 III-2 연결재무상태표, 주석 9·11·17), R-Advisory

현 시가총액은 2025년 지배주주순이익(27억원) 기준 PER 10.4배, BPS 4,449원 기준 PBR 0.67배 수준이다. 그러나 더 직접적인 것은 기업가치(EV)다. **협의 순금융자산 252억원을 차감한 EV는 34억원으로, 2025년 영업이익 20억원의 1.7배에 불과하다.** 광의 순금융자산 421억원 기준으로는 EV가 음(-)수가 된다. 이는 동사가 20년간 축적한 국가 공간정보 시스템 레퍼런스, GS인증 1등급 5건, 자체 플랫폼 3종, 수주잔고 169억원의 가치를 시장이 사실상 0으로 평가하고 있다는 뜻이다.

다만 이 순금융자산은 안정성 자산이 아니라 자본배분 실패의 증거로도 계상된다. 레이먼인덱스는 동사에 특별규칙 「자본배분 위반 R1」을 발동시켰고(현금/유형자산 999:1, 기준 30:1), 이에 따라 종합판정이 품질 점수와 무관하게 위험으로 강제됐다(D6 참조). 재투자강도 RII는 21.0으로 그룹 평균 38.8의 절반이며, 배당 0·자사주 0·CAPEX 매출의 0.58%로 **이 현금이 주주에게 귀속되는 경로가 전무하다.** 따라서 「순금융자산 421억원 > 시가총액 286억원」은 **자동으로 실현되는 가치가 아니라, 자본배분 정책이 도입될 때에만 주주 몫으로 전환되는 조건부 가치**다. 이 조건이 충족되지 않는 한 시장이 현금에 할인을 매기는 것은 비합리적이지 않다.

할인에는 또 다른 실체도 있다. 영업이익률이 2023년 10.4%에서 2025년 2.8%로 2년 연속 하락했고, ROE는 22.8% → 6.7%로 떨어졌다. 후술하듯 이 하락은 매출총이익률(26.9% → 26.5%) 훼손이 아니라 전적으로 판매관리비 요인이며, 이 판매비 증가가 회수를 전제로 한 선행투자인지 구조적 고정비 상승인지가 아직 손익으로 확인되지 않았다. 이에 따라 **동사의 GeoAI 매출이 실적으로 확인되고 영업이익률이 회복 궤도에 들어설 경우, 밸류에이션 리레이팅을 기대해볼만 하다.**

* 광의 순금융자산에 포함된 당기손익공정가치금융자산 총액 17,863백만원은 회사채 14,125백만원(공정가치 서열 수준 2, 시장접근법·금리)과 출자금 3,737백만원(수준 3, 순자산 가치법)으로 구성됩니다(주석 5). 비유동으로 분류된 16,880백만원은 1년 내 현금화가 보장되지 않습니다. 또한 소프트웨어공제조합 출자금 3,709백만원과 하나은행 정기예금 3,320백만원(합계 7,029백만원)은 계약이행보증 담보로 제공돼 사용이 제한됩니다. 담보 제공분을 추가 차감할 경우 순금융자산은 350억원입니다.

Peer 대조 — 무엇이 확인되고 있는가

동일 업종(KSIC 582 소프트웨어 개발 및 공급업)·유사 시가총액 구간에서 자동 선정된 Peer 5사와 대조하면 할인의 성격이 드러난다.

Peer 대조 (동일 업종·규모 자동선정, as_of 2025.12.31)

구분	동사 (2025)	A사	B사	C사	D사	E사	Peer 중위
PER (배)	10.4	-	6.25	20.04	-	-	13.14
PBR (배)	1.13 ¹⁾	0.99	0.71	0.96	2.73	0.94	0.96
영업이익률 (%)	2.84	7.95	12.94	12.60	-108.54	-57.93	7.95
ROE (%)	6.68	7.78	10.26	5.63	-120.86	-34.04	5.63
부채비율 (%)	32.8	11.97	14.31	7.02	115.35	154.23	14.31

자료: RaymondsIndex Peer API(동일 업종·규모 자동선정, as_of 2025.12.31), R-Advisory

* 1) 동사 PBR 1.13배는 2025.12.31 종가 기준이며, 본문의 0.67배는 2026.08.07 종가 기준입니다. 두 시점 사이에 주가가 -41% 하락했습니다. * Peer는 자동 선정 (curated=false)이며 실명 대신 A사~E사로 익명 처리했습니다.

읽는 방법은 두 갈래다. **첫째, ROE와 PBR만 보면 동사는 Peer 중위와 다르지 않다.** 2025년 말 기준 동사 PBR 1.13배는 Peer 중위 0.96배를 오히려 상회했고, ROE 6.68%도 중위 5.63%보다 높다. 즉 **2025년 말까지 동사는 저평가 종목이 아니었다.** 시장 백분위로도 51.4%(GICS 정보기술 46.8%)로 정확히 중간이었다. 저평가는 2026년 들어 주가가 -41% 하락하며 **8개월 만에 급격히 형성된 상태다.**

둘째, 마진에서는 뚜렷한 열위다. 동사 영업이익률 2.84%는 Peer 중위 7.95%의 3분의 1 수준이고, 흑자 Peer 3사 (7.95%·12.94%·12.60%)와 비교하면 격차가 더 벌어진다. **다만 부채비율은 32.8%로 흑자 Peer 3사(11.97~14.31%)보다 높으나 적자 Peer 2사(115~154%)와는 자릿수가 다르다.** 이에 따라 동사의 리레이팅 조건은 밸류에이션 배수의 회복이 아니라 **Peer 중위 수준(7.95%)으로의 영업이익률 복원**에 있는 것으로 판단된다.

* 목표주가·적정주가를 제시하지 않습니다. 위 서술은 밸류에이션 사실의 기술이며 투자권유가 아닙니다.

자본배분 — 설립 이래 무배당, 자사주 0주

동사는 설립 이래 배당을 지급한 적이 없다. 2023·2024·2025 3개 사업연도 모두 결산배당을 실시하지 않았고, 배당액 확정일·배당기준일 지정도 없다. 자기주식 보유 및 취득·소각 이력도 없다. 반면 최근 3개년 누적 FCF(영업활동현금흐름 - 자본적지출)는 161억원, 누적 지배주주순이익은 131억원으로 **FCF 커버율은 123.7%**다. 즉 주주환원을 실행할 현금 여력은 확보돼 있으나 정책이 부재한 상태다.

2026년 08월 06일 주주서한에서 회사는 “GeoAI 사업의 본격적인 성과와 수익성 개선을 기반으로 중장기 자본배분 계획을 수립하고 주주환원 정책도 적극적으로 검토할 예정”이라고 밝혔다. 다만 이는 계획 단계의 표명이며, 「기업가치 제고 계획」의 정식 공시 이력은 확인되지 않았다. **동사는 아직 기업가치 제고 계획을 공시하지 않은 상태로, 코스닥 상장사 282개사가 이미 기업가치 제고 계획을 제출한 상황에서 이는 선점 여지가 남아 있는 영역이기도 하다.** 특히 자본비용(COE) 분석 항목은 KRX 우수사례 전체에서 1건, 코스닥에서는 0건에 불과해 희소성이 가장 높다(D5 참조).

리스크

① 수익성 — 영업이익률 2년 연속 하락과 판관비 급증

동사의 매출총이익률은 2023년 26.9%에서 2025년 26.5%로 사실상 유지됐다. 그럼에도 영업이익률이 10.4%에서 2.8%로 7.6%p 하락한 것은 판매관리비가 2023년 81억원에서 2024년 130억원(+61.1%), 2025년 166억원(+28.0%)으로 매출 증가율(+15.6%, +24.6%)을 2년 연속 초과했기 때문이다. 즉 영업이익률 하락은 원가·믹스 악화가 아니라 100% 판관비 요인이다. 회사는 신규 채용에 따른 인건비 증가, 전산기기 취득에 따른 감가상각비 증가, 사무실 신규 임차에 따른 사용권자산 상각비 발생, 컨설팅 비용 발생을 원인으로 설명한다. 이 증가분이 GeoAI 전환을 위한 선행투자로서 회수되는지, 아니면 구조적 고정비 상승인지는 항목별 내역이 공시되지 않아 판정할 수 없다.

판관비 세부(주석 26)를 보면 2025년 증가분의 주된 항목은 **급여 93.3억원(+39.3%, YoY)과 주식보상비용 8.1억원**이며, 반대로 **경상연구개발비는 6.3억원 → 2.8억원(-56.2%)으로 감소**했다. 사업보고서 II-6 기재 연구개발비용도 2023년 4.6억원 → 2024년 4.7억원 → 2025년 2.1억원(매출 대비 0.34%)으로 줄었다. **즉 판관비 증가의 실체는 R&D 투자 확대가 아니라 인건비이며, GeoAI 전환을 위한 선행투자라는 설명과 회계상 계정 구성이 일치하지 않는다는 점은 확인이 필요한 대목이다.** 다만 SW기업은 개발 인력 인건비가 급여 계정에 계상되는 것이 통상적이어서, 이것만으로 투자 성격을 부정하기는 어렵다.

② 회계 — 금융원가와 현금이자외의 과리, 이연법인세자산 누증

차입금 잔액이 0인 회사의 금융비용이 2024년 2.0억원에서 2025년 7.1억원으로 3.5배 증가했으나, 실제 현금 이자지급은 0.6억 원에 불과하다. 갭 6.5억원의 구성은 주석 27에 확정 공시돼 있다. **당기손익-공정가치금융자산 평가손실 5.5억원, 처분손실 0.2억원, 외화환산손실 0.8억원**이 그것이다. 즉 금융비용 증가는 이자부담 악화가 아니라 보유 금융자산의 평가손실이 금융비용 계정에 계상된 결과이며, 현금 유출을 수반하지 않는다. 또한 2025년 기타비용 5.1억원의 대부분인 **무형자산손상차손 5.0억원**(주석 28)이 별도로 인식됐다. 자체 개발 무형자산의 일부가 회수 불가로 판정된 결과이며, 무형자산 장부금액이 2024년 14.3억원에서 2025년 9.6억원으로 감소한 주된 원인이다. 참고로 2024년 기타비용 7.6억원은 기타의대손상각비 7.5억원(주석 28)으로 구성돼 성격이 다르다.

또한 이연법인세자산이 2023년 4.7억원 → 2024년 10.4억원 → 2025년 17.2억원으로 3년 연속 증가하며, 세전이익 흑자 상태에서 법인세가 2년 연속 (-)수익으로 계상돼 2025년 유효세율이 -11.2%가 됐다. **이는 회사가 미래 과세소득을 낙관적으로 전망해 이연법인세자산을 적극 인식했음을 뜻하며, 회수가능성이 부정될 경우 향후 법인세비용 급증으로 순이익이 훼손될 수 있다.** 이 두 항목 모두 실제 현금흐름과는 무관하며, 2025년 영업활동현금흐름은 76억원으로 3년 연속 증가했다는 점은 구분해 판단할 필요가 있다.

③ 자본배분 — 자산의 75.3%가 금융자산, CAPEX는 매출의 0.58%

2025년 말 기준 금융자산(현금성 + 단기금융상품 + 당기손익공정가치금융자산)은 428억원으로 자산총계의 75.3%, 자본총계의 99.9%에 해당한다. 반면 유형자산은 17억원(자산의 3.1%), 자본적지출은 4.1억원(매출의 0.58%)에 그친다. 전환을 선언한 기업의 재무구조로서는 본업 재투자 강도가 낮다.

이 불균형은 외부 진단에서도 동일하게 잡혔다. 레이먼인덱스는 「자본배분 위반 R1」(현금/유형자산 999:1, 기준 30:1 초과)을 발동시켰고, red_flag로 「현금 쌓기 vs 투자 극심한 불균형」·「투자괴리율 HIGH +25.2%p」·「재투자율 극저 4.0%」를 반환했다. 재투자강도 RII 21.0은 KOSDAQ 출판·SW 업종 평균 38.8의 절반이며 위험 임계선(27.2)도 하회한다. 특히 **현금은 연평균 30.96% 증가한 반면 CAPEX는 -74.40% 감소**했다는 점에서, 이는 일시적 투자 공백이 아니라 방향성이 반대인 상태다. **해소 조건은 명확하다** — 유류현금(48.65%)을 투자 집행 또는 주주환원으로 전환해 30:1 이하로 축소하기 전까지 이 판정은 변하지 않는다. 당기손익공정가치금융자산 179억원은 회사채 141억원(공정가치 서열 수준 2)과 출자금 37억원(수준 3)으로 구성되며(주석 5), 이 자산에서 2025년 평가손실 5.5억원이 발생해 위 ②의 금융비용 급증으로 이어졌다. **다만 개별 투자 대상과 투자 목적은 공시되지 않아, 이 포지션이 유류자금의 단기 운용인지 전략적 투자인지는 확인할 수 없다.** 참고로 출자금 37억원 중 37.1억원은 소프트웨어공제조합 출자금으로 계약이행보증 담보에 제공돼 있어 영업활동에 부수하는 성격이다.

④ 수급 — 외국인 0.00%, 커버리지 0건

2026년 08월 07일 기준 외국인 지분율은 0.00%다(알파스퀘어 조회). 2024년 08월~2026년 08월 한국경제 컨센서스 조회 결과 동사를 커버한 증권사 리서치 리포트는 **0건으로 확인**되었다(조회일 2026.08.06, 투자의견·목표주가 미표시). 단 해당 DB에 미수 록된 리포트가 있을 가능성은 배제하지 못한다. 편입 ETF도 확인되지 않는다. 즉 호재성 수주가 나와도 이를 주가에 반영시킬 기관 매수 주체가 부재한 상태다. 2026년 05~07월 3건의 공공 수주가 확인됐음에도 주가가 52주 고점 대비 -52% 구간에 머물러 있는 것이 그 결과로 해석된다.

여기에 유동성 자체가 축소되고 있다. 월평균 거래량은 2026년 05월 429,027주에서 06월 185,084주로 절반 이하가 됐고, 07월에는 49,376주(07.10까지)로 다시 급감한 뒤 07월 13일부터 매매거래정지로 08월 05일까지 거래량 0이었다. **정지 직전 3개월간 거래량이 88% 감소한 상태에서 17거래일의 공백을 거쳐 재개된 것이므로,** 재개 초기 구간의 가격은 소량 체결로 형성될 가능성이 있다. **다만 유통주식수가 525만주에 불과해, 커버리지 개시나 기관 신규 진입이 발생할 경우 가격 탄력은 양방향 모두 크게 나타날 수 있다.**

⑤ 주식병합 — 가격 연속성 단절

동사는 2026년 05월 20일 주식병합(5:1)을 결정하고 06월 29일 임시주주총회 승인을 거쳐 07월 13일부터 매매거래가 정지됐다. 마지막 체결가는 07월 10일 590원이며, 변경기준가 2,950원은 이 가격에 병합비율을 적용한 값이다. **병합은 기업가치를 창출하지 않는 형식적 조치**이며, 2026년 들어 코스닥에서 저가주 퇴출 규정 대응 목적의 액면·주식병합이 급증한 흐름과 형식이 동일하다. 다만 동사는 흑자 상태이고 자기자본 428억원·시가총액 286억원으로 코스닥 시가총액 요건(40억원)의 7.2배 여유가 있어 퇴출 회피 목적으로 보기는 어렵고, 기관 투자 가능 가격대 진입을 위한 선제 조치로 해석할 여지가 있다. **다만 병합 이후 외국인·기관 유입이 0에 수렴하고 있다는 점에서 그 의도는 아직 결과로 입증되지 않았다.**

주식병합 경과 (2026년)

2026.05.20	주식병합(액면가 100원 → 500원, 5:1) 결정 공시
2026.06.29	임시주주총회 승인
2026.07.10	마지막 거래일 — 종가 590원
2026.07.13	주권매매거래정지 개시 (주식의 병합·전자등록 변경)
2026.08.05	정지 17거래일 지속 · 거래량 0
2026.08 초	변경상장·거래재개 — 변경기준가 2,950원 (= 590원 × 5)

자료: 전자공시 DART, 한국거래소, R-Advisory

⑥ 우발채무 — 계약이행보증 405억원

2025년 말 기준 소프트웨어공제조합 계약이행보증 등 보증금액은 405억원(보증한도 2,101억원)으로 자본총계 428억원의 94.6%에 해당한다. 여기에 하나은행이 에티오피아 도시인프라부 앞으로 발급한 계약이행보증 USD 2,223,000이 별도로 존재한다. 재무상태표에 부채로 계상되지 않는 우발채무이며, 프로젝트 미이행 시 발동된다. 다만 감사보고서상 중요한 소송사건은 없고 3개 사업연도 연속 적정의견이며, 계속기업 관련 중요한 불확실성 및 강조사항 기재도 없다.

정리

동사의 투자 논거는 **확정된 정책 수요 · 검증된 자격 요건 · 순금융자산에 미달하는 시가총액** 세 가지이며, 이를 상쇄하는 것은 **아직 손익으로 확인되지 않은 전환 비용과 부채한 자본배분 정책**이다. 2026년 하반기 이후 GeoAI 부문 매출이 별도 공시되고 판관비 증가가 마진 회복으로 전환되는지, 그리고 회사가 예고한 자본 배분 계획이 실제 공시로 이어지는지가 이 격차를 좁히는 핵심 변수가 될 것으로 판단된다. 언커버드 상태에서 정책 사이클의 초입에 서 있는 종목이라는 점에서, 동사에 주목할 필요가 있을 것으로 판단된다.

포괄손익계산서 (연결)

12월 결산 (억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	405	488	564	702
매출원가	316	356	417	516
(매출원가율, %)	77.9	73.1	74.0	73.5
매출총이익	90	131	147	186
(매출총이익률, %)	22.1	26.9	26.0	26.5
판매비와 관리비	72	81	130	166
영업이익	18	51	17	20
(영업이익률, %)	4.4	10.4	3.0	2.8
EBITDA	N/A	N/A	26	33
(EBITDA 마진율, %)	N/A	N/A	4.6	4.7
영업외손익	N/A	27	16	5
관계기업손익	N/A	10	0	-4
금융수익	N/A	17	23	15
금융비용	N/A	-1	-2	-7
기타	N/A	1	-5	1
법인세차감전순손익	N/A	78	32	25
(세전이익률, %)	N/A	15.9	5.7	3.5
법인세비용	N/A	7	-0.2	-2.8
(법인세율, %)	N/A	9.0	-0.7	-11.2
계속사업손익	-81	71	33	27
당기순이익	-81	71	33	27
(당기순이익률, %)	-20.0	14.5	5.8	3.9

재무상태표 (연결)

12월 결산 (억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	247	323	302	338
현금 및 현금성자산	122	64	114	101
매출채권 및 기타채권	N/A	61	25	27
기타유동자산	N/A	198	163	210
비유동자산	148	170	243	231
유형자산	N/A	10	19	17
관계기업투자금	N/A	10	11	7
기타금융자산	N/A	127	180	173
기타비유동자산	N/A	23	33	34
자산총계	395	493	545	569
유동부채	N/A	138	145	133
매입채무 및 기타채무	N/A	19	27	30
유동성채무	N/A	3	5	5
기타유동부채	N/A	116	113	98
비유동부채	N/A	3	7	7
부채총계	127	141	152	140
지배지분	269	353	393	428
자본금	N/A	48	48	48
자본잉여금	N/A	205	205	205
이익잉여금	25	95	128	155
기타자본변동	N/A	4	12	20
자본총계	269	353	393	428
총차입금 (리스부채)	N/A	3	8	8

현금흐름표 (연결)

12월 결산 (억원)	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	48	58	76
당기순이익	71	33	27
비현금항목의 가감	N/A	10	35
감가상각·무형·사용권 상각	N/A	9	13
외화환산손익	N/A	-2	1
지분법평가손익	-10	-0.3	4
기타	N/A	3	17
법인세비용	7	-0.2	-3
영업활동 자산부채변동	N/A	11	12
기타 (이자·법인세)	0	5	6
투자활동 현금흐름	-101	-4	-82
투자자산 감소(증가)	-87	14	-76
유형자산 처분(취득)	-2	-12	-3
기타	-11	-6	-3
재무활동 현금흐름	-5	-5	-7
배당금의 지급	-	-	-
기타 (리스부채 상환)	-5	-5	-7
현금의 증감	-58	49	-13
NOPLAT	46	17	20
FCF	44	45	72

참고: * EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비 + 사용권자산상각비(연결 주석 31). FY2022-FY2023은 해당 주석 미수록로 산출불가

** NOPLAT = 영업이익 × (1 - 유효세율). 2024-2025년은 유효세율 (-)이므로 실효세율 0% 적용

*** FCF = 영업활동현금흐름 - 자본적지출. 배당 지급액은 전 기간 0

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

주요 재무비율 및 주당지표

12월 결산	2022	2023	2024	2025
주당지표 (원, 배)				
EPS	-841	734	338	285
BPS	2,788	3,660	4,079	4,449
SPS	4,210	5,062	5,852	7,289
DPS	0	0	0	0
Valuations (배)				
PER	N/A	4.05	8.77	10.42
PBR	1.07	0.81	0.73	0.67
EV/EBITDA	N/A	N/A	1.33	1.04
성장성 (% , YoY)				
매출액 증가율	N/A	20.2	15.6	24.6
영업이익 증가율	N/A	183.6	-66.8	18.7
순이익 증가율	적전	흑전	-53.9	-15.8
EPS 증가율	적전	흑전	-53.9	-15.8
수익성 (%)				
ROIC	N/A	15.8	5.9	5.9
ROA	N/A	15.9	6.3	4.9
ROE	N/A	22.8	8.8	6.7
안정성 (% , 배)				
유동비율	N/A	234.6	207.8	253.0
부채비율	47.2	39.9	38.7	32.8
이자보상배율 (현금이자)	N/A	220.0	39.0	35.0
이자보상배율 (금융원가)	N/A	58.2	8.2	2.8

참고: * EPS-BPS-PER-PBR은 액면병합 후 기말 발행주식수 9,631,040주 기준 재계산 값. PER-PBR-EV/EBITDA는 2026.08.07 종가 2,970원 고정 기준이며 과거 시점 추가 기준이 아님

** ROIC = NOPLAT ÷ (자본총계 + 총차입금 - 현금및현금성자산). ROA·ROE는 평균 잔액 기준

기업가치 제고 진단 — D1. 자본비용(COE)과 Equity Spread

ROE 6.68% vs 업종 도출 COE 10.40% — Equity Spread -3.72%p

★ 특별규칙 발동

D6에서 「자본배분 위반 R1」이 발동했습니다. 종합판정이 품질 점수와 무관하게 위험으로 강제되며, 이 판정은 완화할 재량이 없습니다. 본 리포트의 순금융자 산 논거에 미치는 영향은 D6 및 섹션 7 리스크 ③에 명기했습니다.

CAPM COE = $R_f + \beta \times ERP$ 는 산출불가다. β 는 0.5849(KSIC 58 산업 중위값, KQ11 대비 일별수익률 252거래일 회귀, n=175사)로 확보됐으나 R_f (국고채 수익률)와 ERP는 시장 상수·시장 단위 값으로 API 응답에 포함되지 않았다. 셋 중 둘이 없어 CAPM COE는 산출하지 않았고, **판정용 외생 COE는 업종 도출 COE(정보기술, 백서 기준) 10.4%를 대체 적용했다**. 내재 COE를 쓰지 않았으므로 동어반복 문제는 발생하지 않는다.

β 3종 비교 (산출 기준이 달라 값이 갈린다)

β	값	산출 기준 · 용도
산업 중위 β	0.5849	KSIC 58, KQ11 대비 252일, n=175사 — COE 산출용
개별 β (운영 DB)	0.47	2025.01~2026.08 357일 — 시장 동조성 해석용
개별 β (재산출)	0.49	2025.01~2026.08 364일 — 교차검증

자료: RaymondsIndex /market/coe-params(as_of 2026.08.05), R-Advisory

Equity Spread 산출

구분	값	산출근거
ROE (FY2025)	6.68%	27.4억 ÷ 평균 지배지분 410.7억
ROE 3개년 평균	12.70%	FY2023~FY2025
PBR	0.67배	286.0억 ÷ 자본총계 428.4억
내재 COE (ROE ÷ PBR)	10.01%	참고 표기 — 판정근거 아님
판정용 외생 COE	10.40%	업종 도출 COE(정보기술)
Equity Spread	-3.72%p	위험

자료: valueup-benchmark-diagnosis, 산출 기준일 2026.08.07

결론 — 동사의 자기자본이익률은 업종 자본비용을 3.72%p 하회한다. 자본을 투입할수록 주주가치가 감소하는 구간이며, PBR 0.67배는 그 결과다. Equity Spread를 양(+)으로 돌리려면 ROE를 10.4% 이상으로 끌어올려야 하고, D2가 보여주듯 그 병목은 순이익률에 있다.

* COE·Equity Spread 시계열은 산출되지 않았습니다. 원천 엔진이 최근연도 단일 시점과 ROE 3개년 평균만 반환하며, 시계열 산출 기능이 없습니다. 임의 계산하지 않았습니다.

* 내재 COE 기준 Equity Spread는 -3.33%p이나, 이는 「PBR이 1을 넘는가」의 재진술이므로 판정 근거로 사용하지 않았습니다.

D2. ROE 3분해

ROE 3분해 (순이익률 × 총자산회전율 × 재무레버리지)

연도	순이익률	× 총자산회전율	× 재무레버리지	= ROE	판정
2023	14.49%	1.10회	1.43배	22.76%	
2024	5.78%	1.09회	1.39배	8.75%	
2025	3.91%	1.26회	1.36배	6.68%	
순이익률 3.91% 개선고려 — 2년간 -10.6%p. ROE 하락의 유일한 원천					
자산회전율 1.26회 유지 — 1.10 → 1.26으로 오히려 개선					
재무레버리지 1.36배 유지 — 차입금 0. 축소 중이며 추가 확대 여지 없음					

자료: 자체 계산 (D1 결과 활용), R-Advisory

진단 — ROE 하락은 레버리지 축소나 자산 효율 저하가 아니라 **100% 마진 요인**이다. 자산회전율은 개선되고 있어 매출 창출 효율에는 문제가 없다. 따라서 처방은 판관비 구조의 규명과 고마진 플랫폼·구독 매출 비중 확대에 집중된다.

D3. 업종 벤치마크 대비 신호등 — 정보기술 (GICS)

종합판정 위험 — “자본비용 미달 구간”

업종 벤치마크 대비 판정 (백서 모집단 24개사 / 기준일 2026.08.07)

지표	동사	업종 목표선	업종 실적선	판정
ROE	6.68%	17.3%	14.8%	위험
PBR	0.67배	1.7배	2.1배	위험
Equity Spread	-3.72%p	0.0	0.0	위험
배당성향	0.0%	23%	37.4%	위험
주주환원율	0.0%	28%	37.4% ¹⁾	위험
COE	10.01%	10.4%	-	참고
TSR (1년)	-48.7%	22%	-	위험 ²⁾
매출액 CAGR	20.08%	-	-	참고 ³⁾
영업이익 CAGR	3.74%	-	-	참고 ³⁾
영업이익률	2.84%	-	-	참고 ³⁾

자료: valueup-benchmark-diagnosis 백서, R-Advisory. 판정 기준 — 양호: 두 기준선 중 높은 쪽 이상 / 주의: 두 기준선 사이 / 위험: 낮은 쪽 미만 / 참고: 기준선 없음·산출불가

* 목표 PBR 상한 = 목표 ROE 17.3% ÷ 업종 도출 COE 10.4% = 1.66배. 현재 PBR 0.67배는 상한의 40.4% 수준으로 여지는 크나, 그 여지는 ROE가 목표선에 접근할 때에만 유효하다.

* 엔진 원판정 분포: 위험 5 / 주의 0 / 양호 0 / 산출불가 1 / 참고 5 → 사후 보완 후 위험 6 / 주의 0 / 양호 0 / 산출불가 0 / 참고 5. 산출불가였던 TSR이 시장데이터 API 확보로 -48.7%(위험)로 확정되었습니다. 엔진 판정을 완화한 것이 아니라 누락 입력이 채워져 판정이 추가된 것이며, 기존 5개 판정은 원본 그대로입니다.

* 주요 이상 소견 3건(값 큰 순): 배당성향 → 주주환원율 → ROE. 하드를 발동 없음(자본총계 428억원 > 0, 순이익 27억원 > 0).

* 1) 주주환원율 실적선은 시장 배당성향 대응치입니다(백서에 주주환원율 실적 벤치마크 없음). * 2) TSR은 1,150원(2025.08) → 590원(2026.08.05) = -48.7%, 배당 0원. 업종 목표선 22% 대비 -70.7%p 미달. * 3) 백서에 해당 지표의 업종별 목표 수치표가 없어 값만 표기하고 판정하지 않았습니다. 매출액 CAGR 20.08%는 FY2022를 기점으로 산출한 값이며, FY2022는 사업보고서로 교차검증되지 않았습니다.

D4. 주주환원 설계 유형

FCF 커버 여력 및 권고 산식

구분	값	비고
최근 3년 누적 FCF	161억원	FY2023~FY2025
최근 3년 누적 지배주주순이익	131억원	FY2023~FY2025
FCF 커버율	123.7%	정액·정률형을 그대로 제시 가능한 구간
권고 유형	④ 산식 기반	
권고 산식	주주환원율 28% (배당성향 23% + α) = Max(절대금액 하한, 지배주주순이익 × 23%)	

자료: valueup-benchmark-diagnosis 업종 목표 레인지, R-Advisory

* FCF 커버율은 FY2023~FY2025 3개년 기준입니다(FY2022는 현금흐름표 미확보로 제외). * 위 산식은 원천 스킴의 업종 목표 레인지에 근거한 설계안이며, 회사가 발표한 계획이 아닙니다.

설계 근거

차입금 0·순금융자산이 시가총액 상회 → 재무 제약 없음.

3개년 누적 FCF가 누적 순이익을 초과 (123.7%) → 이익의 현금 전환 확인.

다만 순이익 자체가 27억원(2025)으로 축소돼 정률형만으로는 환원 절대액이 작아진다 → 절대금액 하한 병기형이 적합.

D5. 밸류업 12항목 사전채점

총점 2 / 24점 (8.3%) · 응답 12/12 · 공시 이력 — C(미공시 확인)

공시 이력 확인은 **C — 미공시 확인**(확인 주체: 리포트 의뢰인, 확인일 2026.08.07)이며, 채점 원천은 2025사업연도 사업보고서(2026.03.18 제출)다. 사업보고서 전체 스캔 결과 「기업가치 제고」·「밸류업」 관련 언급은 **0건**으로 사전 정황 판정과 일치한다. 다만 「기업가치 제고 계획」은 KIND에 별도 제출하는 공시로 사업보고서 기재 의무가 없으며, **KIND 공시 원본은 직접 조회하지 못했고 미공시 판정은 의뢰인 확인에 근거한다.**

밸류업 12항목 채점표

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	N	계획 미공시
②	자본비용(COE) 등 분석	N	분석 이력 없음
③	중장기 계량적 목표설정	N	미공시
④	종합적 분석을 통한 목표설정	N	미공시
⑤	구체적·합리적 계획수립	N	미공시
⑥	임직원 인센티브 연계	N	근거 없음
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	N	목표 부재
⑧	이행평가 결과 반영	N	목표 부재
⑨	경영진 소통 참여	P	2026.08.06 대표이사 주주서한 1회. 정례화 미확립
⑩	적극적인 소통정책	P	IR 조직 강화·기업설명회 확대 「계획」 발표 단계
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	N	외국인지분 0.00%, 영문공시 근거 없음
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	N	이사회 내 위원회 미설치, 사외이사 교육 미실시, 개선 목표·일정 부재

자료: 2025사업연도 사업보고서, R-Advisory

노려볼 항목

순위	항목	가중치	선점 근거
1	② 자본비용(COE) 등 분석	8	KRX 우수사례 전체 1건(한화시스템), 코스닥 선정 0건. 희소성 최고이며 보유
2	⑪ 외국인 투자자 소통(영문공시)	6	재무데이터만으로 즉시 착수 가능 전체 1건 (한국항공우주), 코스닥 0건

자료: KRX 기업가치 제고 계획 우수사례, R-Advisory

서술

동사는 「기업가치 제고 계획」을 아직 공시하지 않았다(의뢰인 확인, 2026.08.07). 코스닥 상장사 **282개사**가 이미 계획을 제출한 상황에서 미공시는 상대적 페널티이지만, 동시에 **가중치 8의 ② 자본비용 분석 항목이 코스닥에서 단 한 건도 선정되지 않았다는 점은 선점 여지가 남아 있음**을 뜻한다. 동사는 차입금 0·순현금 구조로 자본구조가 단순해 COE 분석의 기술적 난도가 낮고, D1이 보여주듯 Equity Spread가 -3.72%p로 명확해 진단·목표·이행의 논리 연결이 용이하다.

* 이사회 구성: 사내이사 2명(각자대표), 사외이사 2명, 감사 1명. 이사회 내 별도 위원회 미설치. 사외이사 교육 미실시(사유: 경력상 충분한 자격 요건).

* D9(이행평가)는 작성하지 않았습니다. 공시 본문이 존재하지 않아 평가 대상이 없습니다(C분기 처리).

D6. 레이먼인덱스 포지셔닝 — KOSDAQ × KSIC 58 상위 10% 대비

위험 측은 모두 안전, 병목은 품질 측의 재투자강도 RII 21.00

지수값 원천: RaymondsIndex /index/scores (period 2025, as_of 2025.12.31, calculated_at 2026.08.05, algorithm v3.1 / WP v8.2.0) · 판정 원천: raymonds-index-benchmark-review(벤치마크 기준일 2026.07.06) · 모집단: KOSDAQ × 출판·SW(KSIC 58) n=179 — 최소표본(n≥20) 충족, 산업 벤치마크 정규 적용

위험 측 (낮을수록 우량)

지표	값	그룹 평균 μ	상위10% T	판정
관계형리스크	6.0 (MEDIUM)	22.41	50.46	안전
WP 악화위험도	0.0378 (LOW)	0.123	0.572	안전

상위 10%는 목표치가 아니라 고위험 코호트 경보선. 관계형리스크 추세는 deteriorating(↓) 경고 상태.

품질 측 (높을수록 우량)

지표	값	그룹 평균 μ	상위10% T	판정
CEI 자본효율	75.70	54.8	85.2	양호
CGI 현금거버넌스	53.25	50.0	73.7	양호
MAI 시장적응	55.92	60.8	83.9	주의
RII 재투자강도	21.00	38.8	74.7	위험

종합 composite 46.99 (grade B) ※ 종합점수 벤치마크는 정본 표에 없음 — 참고치

★ 특별규칙 「자본배분 위반 R1」 발동

현금/유형자산 999:1 (기준 30:1 초과) → 스킵 공통원칙에 따라 품질 점수와 무관하게 **종합판정 위험 강제**. 완화 재량 없음.

서술 — 위험 측은 두 지표 모두 안전으로 하방위험 신호가 없다. 관계형리스크 6.0은 KOSDAQ 평균 22.41의 27% 수준이고 악화위험도 WP 0.0378은 LOW 등급이다. 즉 **부도·급격한 신용 악화 위험은 관측되지 않는다**. 문제는 품질 측이다. **재투자강도 RII 21.00은 그룹 평균 38.8의 절반이며 위험 임계선(0.7μ = 27.2)조차 하회한다**. 구성요소를 보면 CAPEX 강도 0.58%(최적구간 5~15%), 투자괴리율 +25.2%p, 재투자율 3.95%, 현금 CAGR +30.96% 대 CAPEX 성장 -74.40%로, **현금은 연 31% 늘리면서 설비투자는 74% 줄인 정반대 방향**이 수치로 확인된다.

이 병목은 **D1의 Equity Spread -3.72%p, D2의 순이익률 3.91%와 같은 원인을 가리킨다**. CEI(자본효율) 75.70이 양호인 것은 총자산회전율 1.234가 받쳐주기 때문이지만, 그 자산의 75.3%가 금융자산이라는 점을 감안하면 **본업 자산의 효율이 좋아서 아니라 본업 자산 자체가 작아서 나온 값**으로 읽어야 한다. MAI 55.92(주의)의 매출-투자 동조성 이탈도 같은 뿌리다. 매출이 3년 연속 증가하는 구간에 CAPEX가 -74% 역행했다.

개선 레버는 단일하다 — 유류현금 48.65%를 (1) 고ROIC 투자 집행(CAPEX/매출 0.58% → 5% 구간 진입) 또는 (2) 주주환원(현재 0.00)으로 전환하면 RII·CGI·CEI·MAI가 동시에 개선되고 R1 플래그도 해소된다. 차입금이 0이라 부채건전성 항목은 이미 만점권이므로 **자본배분이 유일한 상승 레버**다.

* data_quality_score 0.90 (임계 0.80 충족, usable_in_body: true).

* data_flags: 「유류현금 과다 48.6%」 「현금 활용도 저조 1.0%」 「△ 자본배분 위반 R1 — 현금/유형자산 999:1」.

* red_flags: 「현금 쌓기 vs 투자 극심한 불균형 999.0:1」 「투자괴리율 HIGH +25.2%p」 「재투자율 극저 4.0%」.

* 관계형리스크는 스킵 방법론상 산업 무구분·시장(KOSDAQ n=1,735) 기준입니다. 표본 부족에 의한 내용이 아닙니다.

* **수치 재확인 필요** — API가 반환한 현금/유형자산 999.0:1은 재무제표 실측(금융자산 42,812 ÷ 유형자산 1,743 = 24.6:1, 현금성자산 단독 5.8:1)과 차이가 있어 상한 캡 또는 유형자산 인식 범위 차이일 개연성이 있습니다. 다만 R1 플래그는 API가 발동 상태로 반환했으므로 판정은 위험 강제 그대로 유지했으며, 수치 재확인도 별도 검증 항목으로만 남겼습니다.

D7. 저PBR 위치 진단

저PBR 위치 (관측 창 2023H~2025F, 6개 반기 / 모집단 n=519)

동사 PBR (2025.12.31 기준)	1.13배
(참고) 동사 PBR (2026.08.07 기준)	0.67배
저PBR 판정 임계 PBR	0.46배
시장 내 백분위	51.4%
업종(GICS 45 정보기술) 내 백분위	46.8%
Peer 중위 PBR (KSIC 582)	0.96배
PBR 1배 미만 지속 기간	0개 반기 / 6개 반기
PBR 1배 미만 지속 연수	0.0년

편입 가능성

저PBR 리스트 편입 가능성 : **unlikely**
 기준 공표 여부 : 미확정 (criteria_published = false)
 판정 근거 : 자체 판정 (KOSPI 하위 25% · KOSDAQ 하위 10%, 연결 기준)

자료: RaymondsIndex / valuation/lowpbr-position (as_of 2025.12.31, period 2025F, computed_at 2026.08.04)

[리스크 방향] 거래소가 저PBR 기업 리스트 기준을 아직 공표하지 않은 상태여서 편입 여부를 확정할 수 없다. 다만 관측 창 (2023H~2025F) 6개 반기 중 PBR이 1배를 밑돈 기간이 **0회**이고 임계 PBR 0.46배와도 거리가 있어, 현 시점 편입 가능성은 unlikely로 판정됐다.

[논거 방향] 더 중요한 것은 이 수치가 드러내는 **시점 구조**다. 2025년 12월 31일 기준 동사 PBR 1.13배는 시장 백분위 51.4%, 업종 백분위 46.8%로 **정확히 중간**이었고 Peer 중위 0.96배도 상회했다. 즉 **동사는 원래 저평가 종목이 아니었고, 저평가는 2026년 들어 주가가 -41% 하락하며 8개월 만에 만들어진 상태**다. 이는 두 가지를 동시에 뜻한다. 하나는 현 PBR 0.67배가 **구조적 디스카운트가 아니라 최근 형성된 갭**이라는 점이고, 다른 하나는 그 급락의 원인(영업이익률 하락·자본배분 정체·주식병합)이 해소되지 않으면 **갭이 자동으로 좁혀질 근거도 없다**는 점이다.

* 동사 PBR이 시점에 따라 1.13배와 0.67배로 갈리는 것은 분모(자본총계 428.4억원)가 아니라 분자(시가총액)의 변동 때문입니다. 두 값을 병기할 때는 반드시 기준일을 명기해야 합니다.

* consecutive_years_below_1 = 0은 1차 작성 시 자체 계산으로 「2023년 이후 3년 연속 1배 미만」이라 서술했던 것과 배치됩니다. **API 판정(0년)을 채택**했습니다. 자체 계산은 각 연도 말 자본총계에 2026.08.07 종가를 고정 대입한 값이어서 과거 시점 PBR로 성립하지 않습니다.

D8. 한기평 기준 재무건전성 신호등

원천: financial-benchmark-review / 기준일 2026.08.07 · D3(기업가치 제고 관점)과 판정 기준이 다릅니다. 같은 표로 읽지 마십시오.

지표	동사 (FY2025)	양호	주의	위험	추세	판정
부채비율	32.8%	≤100%	100~200%	>200%	↓ 개선	양호
차입금의존도	1.32%	≤30%	30~45%	>45%	→	양호
순차입금/EBITDA	산출불가 ¹⁾	≤2배	2~3.5배	>3.5배	-	산출불가
EBITDA/이자지급(현금)	57.2배	≥5배	3~5배	<3배	↓	양호
(참고) EBITDA/금융원가	4.62배	≥5배	3~5배	<3배	↓↓	주의 구간
(참고) 영업이익/이자지급(현금)	35.0배	≥5배	3~5배	<3배	↓	양호
(참고) 영업이익/금융원가	2.80배	≥5배	3~5배	<3배	↓↓	위험 구간
EBITDA 마진율	4.68%	≥12%	5~12%	<5%	→	위험
영업이익률	2.84%	≥8%	0~8%	<0%	↓↓	주의
ROE	6.68%	≥10%	0~10%	<0%	↓↓	주의
OCF/영업이익 (이익의 질)	3.83배	≥0.8배	0.5~0.8배	<0.5배	↑	양호 ²⁾
유동비율	253.0%	≥150%	100~150%	<100%	↑	양호
현금성자산/단기성차입	19.8배	≥1배	0.5~1배	<0.5배	↓	양호

자료: financial-benchmark-review(한기평 기준), R-Advisory

* 1) 순차입금이 -252억원(순현금)이므로 순차입금/EBITDA는 분자가 음수가 되어 산출 의미가 없습니다. * 2) OCF/영업이익 3.83배는 분자(현금창출) 개선이 아니라 **분모(영업이익) 축소로 배율이 상승한 구조**입니다. 그 괴리의 실체는 비현금비용 48.7억원(영업이익의 244.5%)입니다. 벤치마크상 양호이나 이익의 질 개선을 의미하지 않습니다. * 영업이익률 양호기준 ≥8%, EBITDA마진 ≥12%는 제조업 기준선이며, SW·SI 서비스업에 대한 보정은 적용하지 않았습니다.

D8 (계속). 회계 품질 플래그

회계 품질 플래그 검출 현황 (financial-benchmark-review)

검출	플래그	내용
■	미분해 손익	FY2023 지분법이익 9.9억(세전이익의 12.7%) 미분해. ※FY2024 기타비용 7.6억은 주식 28에 「기타의대손상각비 7.5억」으로 분해 공시됨 — 해소
■	이연법인세	DTA 4.7억 → 10.4억 → 17.2억 3년 연속 증가, 유효세율 FY2025 -11.2%
■	비현금 금융원가	금융원가 7.1억 vs 현금이자 0.6억 → 갭 6.5억. ※주식 27에 FVPL 평가손실 5.5억·처분손실 0.2억·외화환산손실 0.8억으로 확정 공시
□	채권 역행	미발동 (매출 3년 연속 증가) — 단 FY2024 매출 +15.6%에 매출채권 -59.0%
□	흑자인데 OCF 지속 음(-)	미발동 (OCF 3년 연속 양수·증가)
□	EBITDA ≤ 0	미발동 (FY2025 32.9억, FY2024 25.8억). FY2022-FY2023은 주식 미공시로 산출불가
■	(추가) 무형자산손상차손	FY2025 5.0억 인식(주식 28) = 기타비용 5.1억의 98.7%
■	(추가) 비현금비용 과다	FY2025 49.2억(주식 31) = 영업이익의 247.2%. 구성: 사용권상각 7.5 / 감가상각 4.7 / 무형상각 0.8 / 무형손상 5.0 / 주식보상 8.1 / 중당부채전입 10.8 / FVPL평가손실 5.5 / 지분법손실 4.1 / 기타 2.7
■	(추가) 판관비 초과증가	2년 연속 매출증가율 초과, 영업이익률 하락의 100% 요인
■	(추가) 대손환입 기여	FY2024 영업이익 16.8억 중 2.7억(16.3%)이 대손충당금 환입
■	(추가) 금융자산 편중	금융자산 428억 = 자산의 75.3%, CAPEX는 매출의 0.58%
■	(추가) 담보제공 현금	70.3억(현금성자산의 69.5%)이 계약이행보증 담보로 사용 제한
■	(추가) 우발보증 규모	계약이행보증 405억 = 자본총계의 94.6%

자료: 전자공시 DART 연결주식, financial-benchmark-review, R-Advisory

→ 플래그 다수 검출로 본문에 회계 착시 해명 문단을 삽입했습니다 (섹션 7 리스크 ②·③).

관리종목·상장폐지 요건 점검 (코스닥)

요건	기준	동사	여유	판정
매출액	30억원 미만	702억원	23.4배	양호
법인세차감전계속사업손실	3년 중 2회 & 자기자본 50% 초과	손실 0회	-	양호
자본잠식률	50% 이상	잠식 없음	-	양호
자기자본	10억원 미만	428억원	42.8배	양호
시가총액	40억원 미만 30일 연속	286억원	7.2배	양호
감사의견	한정·부적정·의견거절	3년 연속 적정	-	양호
거래량·지분분산·공시불점	-	데이터 미확보	-	점검불가

자료: 한국거래소 코스닥시장 상장규정, 전자공시 DART, R-Advisory

→ 재무 요건 기준 관리종목·상장폐지 근접 항목 0건. 다만 거래량·지분분산 등 형식요건 4건은 데이터를 확보하지 못해 점검하지 못했습니다.

* 신용등급: 나이스디앤비 기업신용평가 A- (2025.07.01 분평가). * 감사인: 대주회계법인. 2026~2028 3개 사업연도 외부감사인으로 재선정(2026.02.06 감사인선임위원회). * 핵심감사사항: 「진행율에 따른 수익인식」 3개년 연속 지정.

Compliance notice

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자를 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.
- 작성자는 금융투자업자가 아닌 유사투자자문업자로서 개별적인 투자 상담과 자금운용이 불가능합니다.
- 본 자료에 언급된 종목의 경우, 투자결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 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.

투자의견 (변동) 내역

일시	2026.08.07
투자의견	Not rated
목표가격	-

자료: R-Advisory

증권사별 보고서 발간 횟수 기준일 2026.08.06

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

* 2024.08~2026.08 기간 조회 결과 동사를 커버한 증권사 리서치 리포트는 확인되지 않았습니다(조회 기준일 2026.08.06, 한국경제 컨센서스 기준 투자의견·목표주가 미표시).

종목 투자등급 : R-Advisory는 개별 종목에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

Buy (매수)	향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목
Hold (보유)	향후 1년간 -15% ~ +15%의 절대수익률이 예상되는 종목
Sell (매도)	향후 1년간 -15% 이하의 절대수익률이 예상되는 종목
Not Rated	투자의견·목표주가를 제시하지 않는 정보제공 목적의 분석

산정 기준

절대수익률 산정	밸류에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따릅니다.
변경 주기	목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.
본 리포트	본 리포트는 목표주가·적정주가를 제시하지 않으며, 투자의견은 Not Rated입니다. 본문의 밸류에이션 서술은 사실의 기술이며 투자권유가 아닙니다.

R – Advisory

BY K O N N E C T

주식회사 코넥트

서울특별시 강남구 테헤란로 000, 00층

Tel: 02 0000 0000 / www.r-advisory.co.kr

R-Advisory 리서치본부: research@r-advisory.co.kr

고객 문의: 02 0000 0001