R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

진양화학 (051630) 기업위험진단서 · 기관용

위험은 빚이 아니라 본업의 원가 전가와 상장 유지 기준에 모여 있다

먼저 볼 것

1. 차입금 350.0억원 전액 상환 — 영업활동현금흐름은 4기 연속 마이너스
2. 2025년 순이익 9.0억원 < 금융상품 처분이익 25.3억원, 그 거래는 종료
3. 원료 단가 +39.2% vs 판가 +0.3%, 매출의 83.9%가 고객 한 곳
4. 시총 300억원 기준 29거래일 연속 미달 경험, 500억원 기준까지 −25.9%
5. 거래대금 중위 하루 2.2억원 — 10억원 정리에 23거래일(참여율 20%)

다음 확인 시점

- **2026.11.02** 거래소 조회공시(현저한 시황변동) 답변 시한
- **2026년 11월 중순** 3분기보고서 — 판가 반영과 영업활동현금흐름
- **2026.11.25** 자기주식 취득(10억원 한도) 기간 종료
- **2027.07.01** 시가총액 500억원 기준 시행 예정(경계 주가 2,359원)

▶ AT A GLANCE

투자의견	제시하지 않음
목표주가	제시하지 않음
현재주가	3,185원 (26.10.30)
시가총액	675.2억원
발행주식수	21,200,000주
유동주식(비율)	6,342,169주 (29.92%)
52주 최저/최고	919원 / 3,185원
3개월 거래대금	평균 11.7억 · 중위 2.2억원
PBR	1.71배

52주 최저·최고는 종가(2026.07.29 · 10.30). 거래대금은 2026.07.30~10.29 일평균·중위. PBR은 2026년 6월 말 BPS 기준.

▶ 위험 신호 분포 (14축)

미흡	3 — 이익의 질·사업·유동성
주의	7 — 상환·자산·지배구조·상장유지 외
양호	3 — 존속·공시 의무·상관
자료 부족	1 — 오버행(담보 미공시)

▶ 기준일

발간	2026.11.01
시장	2026.10.30 종가
재무	2026.06.30 반기보고서

투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않으며, 매수·매도를 권유하지 않는다.

▶ 공식 채널

독립리서치-R by KONNECT
https://index.konnect-ai.net

레이먼인덱스(R-Index)

품질 FY2025 · 위험 2026.10 · 유가증권시장 × KSIC 22 24사 · 종합 24.7 (C+) · 업종 평균 61.5

CEI 자본효율	CGI 현금거버넌스	RII 재투자강도	MAI 시장적응	WP 악화위험도	관계형리스크
34.2	26.2	3.6	52.5	0.12	0.12
업종 평균 65.7	업종 평균 66.8	업종 평균 57.9	업종 평균 57.8	업종 중위의 1.7배	업종 중위의 2.7배

레이먼인덱스 위험분석 페이지(7쪽) 참고

SUMMARY FINANCIAL DATA

별도, 단위 억원 · %

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	282.8	245.3	185.6	105.1	109.3
영업이익	-21.5	-41.4	-7.4	-2.8	-0.7
당기순이익	-21.7	-44.9	9.0	-10.8	-2.1
영업활동현금흐름	-6.8	-13.8	-10.4	-8.5	-4.1
현금·단기금융상품	10.7	369.0	233.1	-	28.2
총차입금	82.3	351.3	351.0	-	1.2
부채비율 (%)	53.2	111.6	107.1	-	17.1

자료: 전자공시 DART, R-Advisory · 별도 기준. 1H는 반기 누적

위험 지도

진양화학의 위험은 빚이 아니라 본업과 상장 유지 기준에 모여 있다. 2026년 상반기에 차입금 350.0억원을 모두 갚아 상환 위험은 사라졌다(리스부채 1.2억원은 남음). 남은 위험은 세 갈래다. 첫째, 2025년 흑자를 만든 금융 거래는 끝났고 영업손실은 4기째 이어진다. 둘째, 원료값 상승을 매출의 83.9%를 차지하는 고객 한 곳에 넘기지 못하고 있다. 셋째, 주가가 실적과 무관한 일정에 따라 크게 움직이면서 시가총액 300억원 기준에 29거래일 연속 못 미친 적이 있다.

위험 축별 평가 (14축)

위험 축	평가	핵심 사실
이익의 질(R3)	미흡	2025년 순이익 9.0억원 < 금융상품 처분이익 25.3억원, 영업손실 4기 연속
사업·집중(R8)	미흡	최대 고객 매출 비중 83.9%, 원료 단가 +39.2% vs 판가 +0.3% (2023→2026 상반기)
유동성 제약(I1)	미흡	유동주식 29.92%, 3개월 거래대금 중위 하루 2.2억원
유동성·상환(R2)	주의	차입금 0원, 그러나 영업활동현금흐름 4기 연속 마이너스, 현금 28.2억원
자산의 질(R4)	주의	자산의 84.3%가 유형자산·투자부동산, 토지 장부가에 과거 재평가 차액 121.1억원
지배구조(R5)	주의	특수관계인 70.08%, 계열 차입·임대·브랜드 거래, 최대주주 측 주식 담보 여부 미공시
규제·상장유지(R7)	주의	시가총액 300억원 기준 29거래일 연속 미달 경험, 500억원 기준(2027.07)까지 −25.9%
매매·보유 제도(I2)	주의	거래소 조회공시 요구(2026.10.30), 하루 ±15% 이상 등락 8일(2026.05~10)
모델 리스크(I3)	주의	개별 주가의 시장 설명력 2.1%, PER 75.3배는 처분이익이 만든 값, 증권사 보고서 없음
평판·제재(I5)	주의	감사의견 적정·제재 없음, 주가 급등락이 정치 일정 보도와 반복 연결
존속(R1)	양호	감사의견 적정(3년), 계속기업 불확실성 없음, 자본잠식 없음
오버행·희석(R6)	자료 부족	희석: 미상환 CB·BW 없음 · 오버행: 최대주주 측 주식 담보 여부 미공시
보유·공시 의무(I4)	양호	5% 보고 기준 106만주(33.8억원), 최대주주 지분 68.20%
포트폴리오 상관(I6)	양호	시장과의 상관 0.14, 매출 100% 국내 자동차 시트

주: 시장 2026.10.30 종가 3,185원, 재무 2026.06.30(별도) 기준. 미흡 3 · 주의 7 · 양호 3 · 자료 부족 1.

가장 가까운 위험은 상장 유지 기준이다. 실적은 이 거리에 거의 영향을 주지 못했다. 2026년 7~9월 주가는 1,000원 안팎까지 내려갔다가, 실적 공시가 없는 날들의 급등으로 다시 올라왔다. 가장 무거운 위험은 원가 전가다. 매출의 대부분을 한 고객에게 파는 구조에서 원료값 상승분을 판가에 넣지 못하면, 차입금을 다 갚은 지금도 영업손실이 이어진다.

공통 위험 축

1. 존속 위험(R1)

존속을 흔드는 사유는 공시에서 발견되지 않았다. 2023~2025년 감사의견은 모두 적정이고, 계속기업 관련 중요한 불확실성과 강조사항은 없다. 자본총계 394.4억원은 자본금 106.0억원을 웃돌아 자본잠식도 없다(2026.06.30). 악화위험도(WP)는 업종 중위보다 높지만, 존속 여부는 감사보고서 주석을 기준으로 본다(→ R-Index 절). 이 축의 위험이 커진다면 출발점은 감사의견이 아니라 현금흐름이다(→ 유동성·상환 위험, 이익의 질).

2. 유동성·상환 위험(R2)

빚을 갚을 위험은 사라졌고, 남은 위험은 영업에서 현금이 들어오지 않는 데 있다

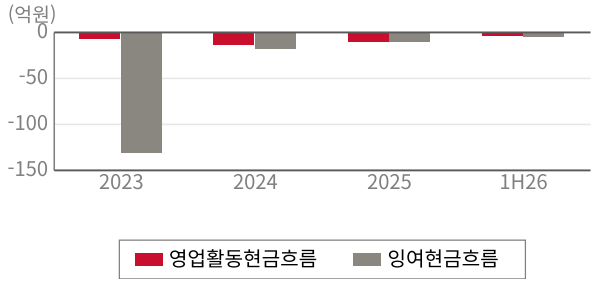
2026년 1월(계열 200억원)과 5~6월(하나은행 150억원)에 차입을 갚아 이자를 내는 부채는 리스 1.2억원만 남았다. 상환 재원은 영업이 아니라 2025년 말의 현금·금융자산이었고, 영업활동현금흐름은 4기 연속 마이너스다.

유동성 완충과 상환 부담

구분	2025.12.31	2026.06.30
현금·단기금융상품(억원)	233.1	28.2
기타금융자산(억원)	151.2	0.0
총차입금(리스 포함, 억원)	351.0	1.2
1년 안 만기 차입(억원)	350.0	0.0
담보 설정액(억원)	180.0	기재 없음
은행 여신한도(억원)	150.0 (전액 사용)	기재 없음
유동비율(%)	67.5	189.5
영업활동현금흐름(억원)	−10.4 (2025년)	−4.1 (상반기)

주: 2025년 말 담보는 토지·건물·투자부동산 장부금액 316.7억원에 설정. 반기보고서 주석에는 담보 제공과 여신한도 약정이 기재되지 않았다. SGI서울보증보험의 계약이행보증 8.32억원은 회사가 제공받는 보증이다. 자료: 전자공시 DART(2025 사업보고서 주석 16·32, 2026 반기보고서 주석 32), R-Advisory.

영업활동현금흐름과 잉여현금흐름 (억원)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory · 1H는 반기

확인된 완충은 현금 28.2억원이다. 미사용 여신은 반기보고서에 기재되지 않았다. 최근 12개월 영업활동현금흐름 −6.1억원이 그대로라면 현금은 약 4.6년치다. 다만 설비 재투자를 시작하면 계산이 달라진다. 2023년 신공장 투자 123.7억원은 지금 현금의 4.4배다. 이 축은 분기마다 영업활동현금흐름의 부호와, 설비투자 재원(현금·차입·증자)이 공시되는지로 진행을 볼 수 있다.

3. 이익의 질(R3)

흑자는 본업이 아니라 이미 끝난 금융 거래에서 나왔다

2025년 순이익 9.0억원은 금융상품 처분이익 25.3억원보다 작다. 처분이익을 빼면 세전손실 17.5억원이다. 그 금융상품은 계열 차입 350억원(연 4.60%)을 받은 뒤 2025년 상반기에 산 수익증권·채무증권 300.7억원이며, 2025년 하반기와 2026년 상반기에 나눠 모두 처분했다. 차입 목적은 공시되지 않았다. 같은 해 이자비용 16.4억원 중 약 9.8억원은 계열사에 낸 이자다.

영업손실 축소 34.0억원의 분해 (2024→2025, 억원)

요인	금액	내용
마진율 개선	+14.5	매출총이익률 1.0% → 8.8%. 저마진 바닥재·상품 사업 정리, 재고 평가손실 환입 2.6억원 포함
비용 감축	+20.0	판매관리비 등 43.8억원 → 23.8억원
물량 감소	−0.6	매출 245.3억원 → 185.6억원

주: 마진율 효과 = (당기 매출총이익률 − 전기 매출총이익률) × 당기 매출, 물량 효과 = (당기 매출 − 전기 매출) × 전기 매출총이익률. 합계와 실제 차이 0.1억원은 반올림 차이. 자료: 전자공시 DART, R-Advisory.

적자 축소는 판가 개선이 아니라 비용과 사업 규모의 축소에서 왔다. 재고 평가손실 환입을 빼면 2025년 매출총이익률은 7.4%다. 2026년 1분기 영업이익 1.2억원은 2분기에 −1.9억원으로 돌아섰다. 회사 IR 자료에 따르면 2분기 원자재 인상분 3.17억원 가운데 판가에 반영된 것은 0.88억원이다.

2025년 매출이 24.3% 줄었는데 매출채권은 16.8억원에서 19.2억원으로 늘었고, 2026년 6월 말 24.7억원이다. 기말 매출채권 기준 회전일수는 25일(2024)에서 38일(2025), 41일(2026년 상반기, 반기 매출 연환산)로 늘었다. 고객별 결제 조건은 공시되지 않았다. 또 하나, 공시로 설명되지 않은 점이 있다. 2026년 상반기 세전손실 1.0억원에 법인세비용 1.1억원이 잡혔다. 회사는 「법인세비용을 결정하는데 사용된 추정의 변경」이라고만 밝혔다. 내용은 2026년 사업보고서 법인세 주석에서 드러난다.

4. 자산의 질(R4)

자산 가치의 대부분은 거래로 확인된 값이 아니라 과거 재평가와 장부가에 기대고 있다

자산 461.7억원의 84.3%가 유형자산(335.8억원)과 투자부동산(53.3억원)이다. 유형자산은 원가모형으로 측정한다. 다만 이연법인세 주석에 따르면 토지 장부가에는 과거 재평가 차액 121.1억원이 들어 있다. 투자부동산은 시장거래가 드물다는 이유로 공정가치를 평가하지 않았고, 그 토지의 공시지가 16.3억원은 장부가 18.7억원보다 낮다(2025년 말).

자산 구성과 재평가 차액을 뺀 자본 (2026.06.30)

구분	금액(억원)	비고
유형자산	335.8	토지 185.1억원 포함
투자부동산	53.3	공정가치 평가 없음
현금·단기금융상품	28.2	
자본총계	394.4	BPS 1,860원, PBR 1.71배
재평가 차액(세후)을 뺀 자본	299.9	BPS 1,415원, PBR 2.25배

주: 세후 재평가 차액 = 토지재평가차액 121.1억원 − 관련 이연법인세 26.6억원. PBR은 2026.10.30 종가 3,185원 기준. 자료: 전자공시 DART(2025 사업보고서 주석 13·14·이연법인세), R-Advisory.

2025년 매출이 24.3% 줄었지만 유형자산 손상은 인식되지 않았다. 감소분 대부분이 바닥재 사업 정리분이고 남은 설비의 가동률이 81.7~85.7%여서, 손상이 빠졌다고 보기는 어렵다. 이 축의 핵심은 손상 여부보다, 자본의 4분의 1이 거래로 확인되지 않은 토지 평가에서 나온다는 사실에 있다.

5. 지배구조(R5)

물량 위험을 가를 최대주주 측 주식의 담보 여부가 이번 공시 자료에는 나오지 않는다

지배구조는 KPX홀딩스 → ㈜진양홀딩스(68.20%) → 동사이고, 특수관계인 지분은 70.08%다(2026.09.04). 최대주주 측은 2026년 8~9월 장내에서 39.9만주를 더 샀다. 지분은 안정적이지만, 사업·반기보고서에는 이 주식의 담보 계약이 기재되지 않았다. 주식등의대량보유상황보고서(2026.09.04) 「보유주식등에 관한 계약」 란에서 볼 수 있다.

특수관계자 거래 (2025년, 억원)

상대방	관계	거래	금액
㈜진양홀딩스	최대주주	차입 이자·브랜드 사용료(매출의 0.15%)	5.36
KPX홀딩스㈜	최상위 지배기업	차입 이자	4.74
진양오토모티브㈜	계열사	투자부동산 임대수익	4.28

주: 계열 차입은 2024.12.30 실행(진양홀딩스 200억원·KPX홀딩스 150억원, 연 4.60%), 2026.01.05 잔액 200억원 조기상환. 자료: 전자공시 DART(2025 사업보고서 주석 31, X. 대주주 등과의 거래), R-Advisory.

사외이사는 1명이고, 대표이사는 관측 기간에 두 번 바뀌었다(2023년 10월 중도 사임, 2025년 3월 임기 만료). 계열 차입으로 산 금융자산이 2025년 흑자를 만든 구조여서, 주주 충실의무 시행(2025.07) 뒤에는 계열 거래의 조건과 목적이 설명돼야 하는 사안이다.

6. 오버행·희석 위험(R6)

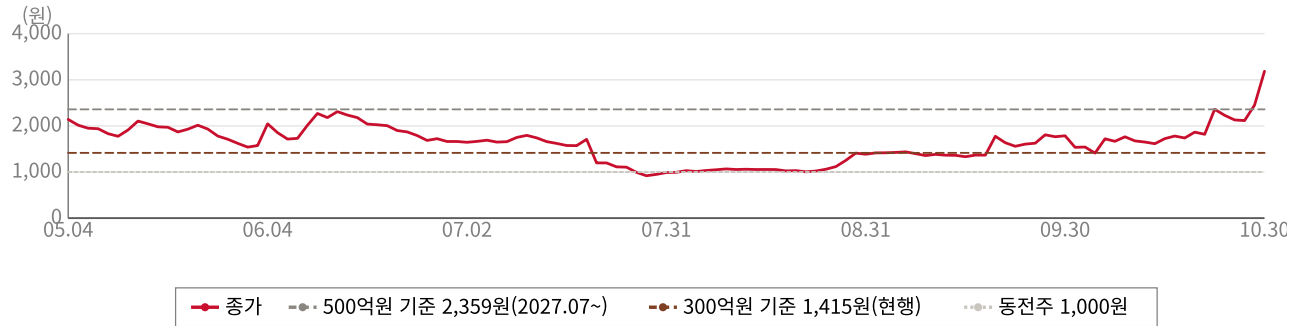
희석 요인은 공시에서 발견되지 않았다. 미상환 전환사채·신주인수권부사채는 없다(2026.06.30). 마지막 증자는 2024년 11월 주주우선공모 540만주(주당 2,005원, 107억원)로, 발행주식이 34.18% 늘었다. 오버행 쪽에서는 보호예수 해제 물량이 공시되지 않았고, 최대주주 측 주식의 담보 여부도 사업·반기보고서에 없다(→ 지배구조). 그래서 이 축은 희석은 발견되지 않았지만 오버행은 자료가 부족한 상태다. 회사는 10억원 한도(최대 979,432주)로 자기주식을 2026년 11월 25일까지 사서 1년 안에 전량 소각하기로 했다. 10월 30일 종가로 10억원은 약 31만주(1.5%)다. 다만 유동성·상환 위험에서 본 설비 재투자 재원이 영업에서 나오지 않으면, 2024년처럼 증자가 재원이 될 수 있다.

7. 규제·상장유지 위험(R7)

상장 유지 기준과의 거리를 정해 온 것은 실적이 아니라 실적과 무관한 주가 급등락이었다

시가총액 300억원 기준이 시행된 2026년 7월 이후, 시가총액은 7월 22일부터 9월 1일까지 29거래일 연속 300억원에 못 미쳤다(9월 1일 종가 1,415원, 299.98억원). 30거래일째인 9월 2일 종가 1,417원으로 연속 미달이 끊겼다. 9월 1일과 2일 최대주주 측은 장내에서 37.0만주를 샀다(주식등의대량보유상황보고서 2026.09.04). 이후에도 9월 7~16일 8거래일, 10월 6일 하루 다시 기준에 못 미쳤다. 주가는 그 뒤 실적 공시가 없는 날들의 급등으로 3,185원(10.30)까지 올랐다. 7월 28일~8월 3일에는 5거래일 연속 1,000원 아래였다.

주가와 상장 유지 경계 주가 (2026.05.04~10.30, 원)



자료: 한국거래소, R-Advisory · 경계 주가 = 기준 시가총액 ÷ 21,200,000주

상장 유지 요건까지의 거리 (가까운 순)

요건	기준	현재값	요건에 닿으려면	평가
매출액(FY2027, 2028년 적용)	200억원	2025년 185.6억원 · 최근 12개월 189.8억원	이미 기준 아래 — 2027년 매출이 2025년보다 7.8% 늘어야 충족	주의
매출액(FY2028, 2029년 적용)	300억원	2025년 185.6억원	이미 기준 아래 — 2025년보다 61.6% 늘어야 충족	주의
시가총액(2027.07.01~)	500억원	675.2억원	−25.9% (경계 주가 2,359원)	주의
시가총액(현행)	300억원	675.2억원	−55.6% (경계 주가 1,415원)	주의
주가(동전주, 2026.07.01~)	1,000원	3,185원	−68.6% (최장 연속 미달 5거래일)	주의
매출액(FY2026)	100억원	상반기 109.3억원	이미 충족	여유 있음
감사의견·자본잠식·주식분산	사유 발생	적정 · 잠식 없음 · 소액주주 3,771명 (31.80%)	하락으로 닿는 요건이 아님	여유 있음

주: 경계 주가 = 기준금액 ÷ 발행주식수 21,200,000주. 주가(동전주)·시가총액 모두 30거래일 연속 미달이면 관리종목에 지정되고, 지정 뒤 90거래일 안에 45거래일 연속 기준을 넘지 못하면 상장폐지 절차가 시작된다(머니투데이방송 2026.08.12 보도). 500억원 기준은 2027.07.01 시행 예정이다. 평균 시가총액 1,000억원(주가 4,717원) 이상이면 매출액 요건이 면제된다. 시가총액 요건에서 멀다는 것은 주가가 높다는 뜻이지 수익성이 회복됐다는 뜻이 아니다(→ 이익의 질). 자료: 한국거래소(2025.07.07 설명자료, 2026.09.23 상장규정 개정), 금융위원회(2026.05.13), 머니투데이방송(2026.08.12), 한국거래소 일별 시세, 전자공시 DART, R-Advisory.

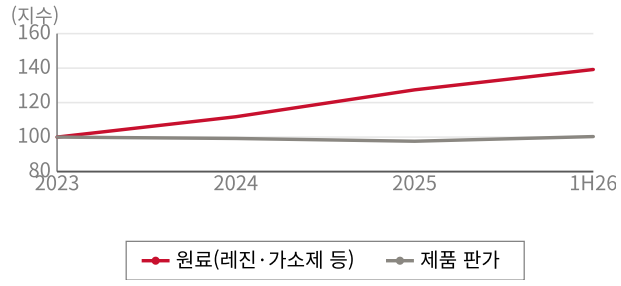
2026년 7월 1일부터 10월 30일까지 82거래일 가운데 시가총액이 500억원 이상이었던 날은 3일뿐이다. 2027년 7월 시행 예정인 500억원 기준을 지금 주가 경로에 대입하면, 미달 구간이 길었다는 뜻이다. 2026년 10월 2일 서울남부지법은 일부 기업의 시가총액 미달 상장폐지 효력을 정지했고, 거래소는 관리종목 지정은 유지하되 이후 절차를 유예하고 있다(머니투데이방송, 아이뉴스24 2026.10.07). 이 축은 경계 주가 대비 종가, 그리고 2026년 연간 매출(2027년 3월 사업보고서)로 진행을 볼 수 있다.

8. 사업·집중과 산업 환경(R8)

손익을 정하는 것은 판매량이 아니라 원료값 상승분을 고객 한 곳에 넘길 수 있느냐다

울산 공장 한 곳에서 자동차 시트용 PVC(폴리염화비닐) 인조피혁을 만든다. 코오롱인더스트리가 매출의 83.9%(2026년 상반기)이자 원단 주 매입처다. 2023~2026년 상반기에 원료 단가는 39.2% 올랐고 제품 판가는 0.3% 올랐다. 이 고객과의 거래 계약 기간과 가격 조정 조건은 공시되지 않았다.

원료 단가와 제품 판가 (연평균, 2023=100)



자료: 전자공시 DART, R-Advisory · 사업·반기보고서 II-2·II-3

집중도 지표

구분	값	기준
최대 고객 외 매출	15.4억원	2026년 상반기, 전년 대비 +31.6%
수출 매출	0원	2026년 상반기 (2023년 30.7억원)
생산 거점	울산 1곳	가동률 85.7% (2026년 상반기)
제품 판가	7,202원/m	2023년 7,177원/m

자료: 전자공시 DART(사업·반기보고서 II-2~4, 주석 23·33), 회사 기업설명회 자료(2026.08.21), R-Advisory.

최대 고객은 2026년 7월 28일 김천1공장에 PU(폴리우레탄) 인조가죽 생산 라인을 준공했다(뉴스1·전자신문 2026.07.29). 동사가 개발 중인 TPO(열가소성 올레핀) 소재도 이 고객이 이미 공급하고 있다(아이뉴스24 2026.07.29). 동사의 신소재 적용 목표는 2028년 이후다(회사 기업설명회 자료).

수익성을 좌우하는 산업 변수와 업계 전망

변수	현재 상태	2026년 이후 업계 전망	출처
국내 자동차 생산	2025년 410.2만대(−0.6%), 2026년 상반기 보합	2026년 413만대(+1.2%) / 생산·수출 0%대 증가	KAMA 2025.12.05 · 산업통상부 2026.07.15 · 산업연구원 2026.05.26
PVC 수지(아시아)	동남아 수입가 톤당 760~870달러 (2026.08)	공급과잉으로 상승 제한, 중동 재충돌·중국 수출 환급 폐지는 상방 위험	S&P Global 2026.07.21 · ChemOrbis 2026.07.02
브렌트유	9월 평균 배럴당 114달러	2027년 84달러(기준) / 120달러 초과(상방)·60달러대(하방)	EIA 2026.10 · Goldman Sachs 2026.09.08
원·달러 환율	1,326.2원(2026.10.21)	연말 1,400원 안팎(상방) / 1,300원대 초중반(하방)	KB국민은행 2026.10.22 · 메트로신문 2026.10.13
시트 소재 구성	자동차 합성피혁 중 PVC 36.1% (2026)	PVC 28.8%, PU 60.6%(2031)	Knowledge Sourcing Intelligence 2026.10

주: PVC 가격은 일반 PVC 기준이며 인조피혁용 페이스트 PVC 가격은 따로 움직일 수 있다. 자료: 각 기관, R-Advisory.

전방 물량은 정체여서 손익은 원료값과 판가의 차이가 가른다. 원료값·유가가 상방 시나리오로 가면 원가 전가 실패가 영업손실로 바로 이어지고, 시트 소재가 PU로 옮겨 가면 PVC 단일 제품의 물량 자체가 줄어든다. 이 축은 분기별 매출총이익률과 판가 단가(분기·사업보고서 II-2), 사업보고서 매출처에 최대 고객 외 이름이 나타나는지로 진행을 볼 수 있다.

레이먼인덱스(R-Index) 6대 지수

레이먼인덱스(R-Index)는 KONNECT가 산출하는 기업 품질·위험 지수다. 품질 4개 지수(CEI·CGI·RII·MAI)는 재무제표로 자본을 어떻게 쓰는지를 보는 0~100점이고 높을수록 좋다. 위험 2개 지수(WP·관계형리스크)는 사건과 관계망으로 악화 가능성을 보는 확률이고 낮을수록 좋다. 비교 집단은 유가증권시장 × KSIC 22 24사다.

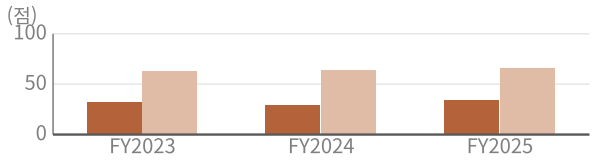
R-Index 6대 지수 품질 FY2025 · 위험 2026년 10월 · 유가증권시장 × KSIC 22 24사

CEI 자본효율	34.2	높을수록 좋음 · **미흡**. 31.9 → 29.4 → 34.2, 업종 평균 65.7
CGI 현금거버넌스	26.2	높을수록 좋음 · **미흡**. 27.1 → 20.8 → 26.2, 업종 평균 66.8
RII 재투자강도	3.6	높을수록 좋음 · **미흡**. 39.2 → 2.5 → 3.6, 업종 평균 57.9
MAI 시장적응	52.5	높을수록 좋음 · **주의**. 63.8 → 63.8 → 52.5, 업종 평균 57.8
WP 악화위험도	0.1235	낮을수록 좋음 · **주의**. 업종 중위 0.0744의 1.7배, 업종 평균 0.0795 (2026.10.16 산출)
관계형리스크	0.1212	낮을수록 좋음 · **자료 부족**. 업종 중위 0.0452의 2.7배, 업종 평균 0.0544 (2026.10.25 산출)

자료: R-Index(KONNECT), 품질 지수 2026.10.13 산출, R-Advisory · 품질 지수는 0~100점(막대), 위험 지수는 0~1 확률

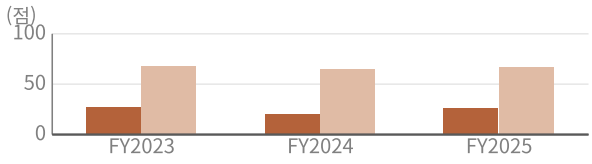
품질 지수 3개년 추이 — 동사(진한 막대)와 업종 평균(옅은 막대)

자본효율(CEI)



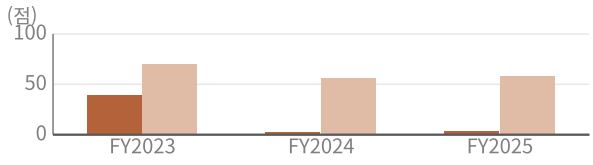
자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

현금거버넌스(CGI)



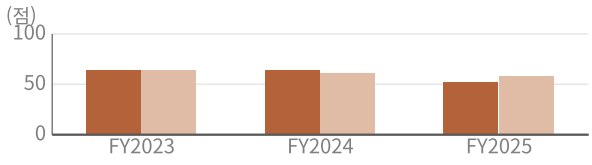
자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

재투자강도(RII)



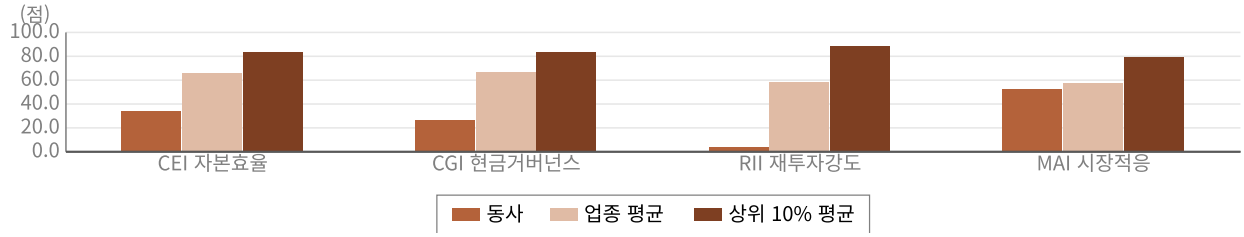
자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

시장적응(MAI)



자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

품질 지수의 업종 대비 위치 (FY2025, 점)



자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory · 유가증권시장 × KSIC 22 24사, 2026.10.13 산출

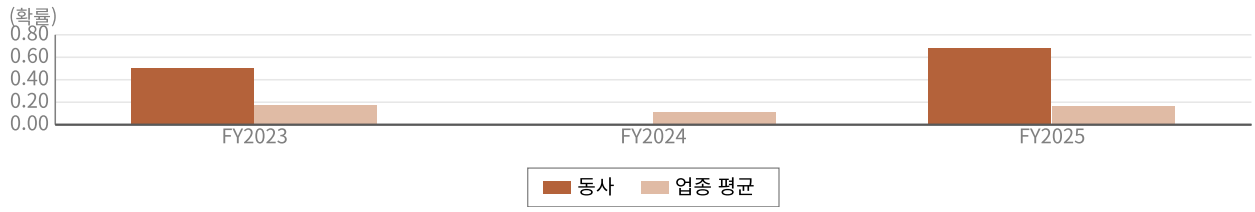
자본효율(CEI) 34.2 — 업종 평균 대비 −31.5, 상위 10% 대비 −49.3. 3년 내내 업종 24사 중 최하위다. 구성요소 가운데 ROIC(25%)와 현금수익률(20%)이 영업손실로 점수를 깎는 것으로 볼 수 있다. 자산은 토지·설비로 남아 있는데 그 자산이 이익을 내지 못한다는 사실이 이익의 질(R3)·자산의 질(R4)과 같은 곳을 가리킨다.

현금거버넌스(CGI) 26.2 — 업종 평균 대비 −40.6. 3년 내내 업종 최하위다. 자금조달효율(25%)·주주환원균형(20%) 구성요소가 낮게 나온 것으로 볼 수 있다. 2024년 증자 107억원과 계열 차입 350억원이 설비가 아니라 금융자산과 차입 상환으로 갔고 배당은 없었다. 부채건전성 구성요소는 FY2025 재무로 산출돼 2026년 차입 상환 효과는 아직 들어 있지 않다(→ 유동성·상환 위험).

재투자강도(RII) 3.6 — 업종 평균 대비 −54.3, 상위 10% 대비 −84.4. CAPEX강도·투자괴리율(각 30%)이 무게를 갖는 지수로, 2024년에 39.2에서 2.5로 내려앉았다. 2023년 신공장 투자 123.7억원 뒤 설비 취득이 3.6억원(2024), 0.4억원(2025)으로 줄었다는 공시와 같은 방향이다. 재투자가 끊기면 지금 매출을 지켜도 몇 해 뒤의 매출원이 줄어든다(→ 사업·집중).

시장적응(MAI) 52.5 — 업종 평균 대비 −5.3. 2024년 업종 평균을 웃돌다가 2025년 그 아래로 내려왔다. 2025년 순이익이 처분이익에서 나와 이익품질 구성요소가 낮아진 것으로 볼 수 있다(→ 이익의 질).

악화위험도 연말 재무 기준 값과 업종 평균



자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory · 2024년 동사 값 없음, 낮을수록 좋음

악화위험도(WP) 0.1235 — 업종 중위의 1.7배, 24사 중 가장 높은 쪽. 관계형·재무·CB·임원 정보를 바탕으로 한 악화 가능성 지표다. 2023년 말과 2025년 말 재무로 산출한 값은 각각 0.5038, 0.6787로 두 해 모두 업종 평균의 3~4배였다(그림5). 존속 위험의 근거 하나일 뿐 결론은 감사보고서 주석이 정한다.

관계형리스크 0.1212 — 업종 중위의 2.7배, 위험이 높은 쪽 12.5% 안. 대표 교체·CB 발행·대주주 변동·임원 해임 같은 경영권·자본 사건이 생길 가능성을 확률로 나타낸 값이다. 관측 기간(2023.10~2026.04)에 대표이사가 두 번 바뀐 이력이 반영됐다. 2026년 공시에서는 CB 발행·최대주주 변경·임원 해임이 발견되지 않았다(→ 지배구조, 오버행·희석).

두 축은 같은 방향을 가리킨다. 위험 지수는 업종 중위를 크게 웃돌고 품질 지수는 셋이 미흡이다. 품질 점수가 좋은데 위험 점수가 나쁜 착시 구간이 아니라, 두 축 모두 약한 구간이다. 다만 품질 지수와 악화위험도 연말 값은 FY2025 재무를 쓴 것이어서, 2026년 상반기의 차입 상환은 다음 산출에서 드러난다.

기관 전용 위험 축

9. 유동성 제약(I1)

거래대금 평균은 급등일이 만든 숫자이고, 평소 거래는 그 5분의 1에 머문다. 유동주식은 6,342,169주(29.92%), 실질 유통 시가총액은 202.0억원이다(3,185원). 3개월 일평균거래대금은 11.7억원이지만 중위값은 2.2억원이다(2026.07.30~10.29, 61거래일). 하루 ±15% 이상 등락한 날의 거래대금이 평균을 끌어올렸다.

물량 정리 소요일수 (거래일)

금액	평균 거래대금 · 참여율 20%	평균 · 10%	중위 거래대금 · 20%	중위 · 10%
10억원	5	9	23	45
30억원	13	26	68	135
5% 보고 기준 106만주(33.8억원)	15	29	76	152
10% 기준 212만주(67.5억원)	29	58	152	303

주: 소요일수 = 금액 ÷ 일평균거래대금 ÷ 참여율(올림). 평균 11.74억원, 중위 2.23억원. 참여율 모형만으로 계산했으므로 시장충격을 반영하지 않은 하한값이다. 금액은 계산 예시이며 문턱이 아니다. 자료: 한국거래소, R-Advisory.

가격 위험도 크다. 2026년 5월 4일~10월 30일 일간 로그수익률의 표준편차를 연 250거래일로 환산한 변동성은 124%다. 주가는 6월 15일 2,310원에서 7월 29일 919원으로 60.2% 내렸고, 그 뒤 3개월 만에 3,185원으로 3.5배가 됐다. 개별 베타는 0.26, 시장설명력(R^2)은 2.1%(252거래일)다. 시장모형이 이 종목의 움직임을 거의 설명하지 못하므로 지수로 헤지할 수 있는 부분이 작다.

10. 매매·보유 관련 제도 사항(I2)

시가총액 675.2억원, 3개월 일평균거래대금 11.7억원이다(2026.10.30). 한국거래소는 2026년 10월 30일 현저한 시황변동을 이유로 조회공시를 요구했고 답변 시한은 11월 2일이다. 8월 26일에는 투자유의안내가 나왔다. 하루 ±15% 이상 등락한 8일 가운데 실적 공시일은 없다.

하루 ±15% 이상 등락한 날 (2026.05~10)

일자	종가(원)	등락률	보도된 사건
06.04	2,045	+29.9%	서울시장 선거 개표
06.10	2,015	+16.5%	알려진 원인 없음
07.22	1,198	−29.9%	서울시장 관련 재판 1심 선고 보도
09.17	1,775	+29.9%	알려진 원인 없음
10.07	1,720	+22.0%	알려진 원인 없음
10.23	2,360	+29.8%	같은 재판 2심 선고 보도
10.29	2,450	+15.8%	알려진 원인 없음
10.30	3,185	+30.0%	같은 재판 상고 보도, 조회공시 요구

주: 회사는 해당 인물과 사업은 관련이 없다고 밝혀 왔다. 자료: 한국거래소 일별 시세, 머니투데이(2026.06.04·07.22), 서울경제(2026.10.23), 뉴스1(2026.10.30), 전자공시 DART, R-Advisory.

11. 모델 리스크(I3)

자본비용은 Rf 3.715%(국고채 3년, 2026.10.30) + 베타 0.2572(KSIC 22 산업 중위, 24사, 2026.10.23) × ERP 7.0% = 5.52%다. 개별 베타(0.2576)는 시장 설명력이 2.1%에 그쳐 산업 중위값을 썼다. 2025년 ROE 2.26%와의 차이(Equity Spread)는 −3.26%p다. 다만 이 ROE도 처분이익이 만든 값이어서 영업 기준으로는 음수다. PER 75.3배(시가총액 ÷ 2025년 순이익)는 0에 가까운 분모에서 나온 값이라 비교 지표로 쓰기 어렵다. 증권사 발간 보고서는 2022~2026년 없다(2026.10.30 기준).

12. 평판·제재(I5)

감사의견은 3년 모두 적정이다. 핵심감사사항은 2024·2025년 연속 「제품매출 및 상품매출의 발생사실 및 기간귀속의 적정성」(삼화회계법인), 2023년 「수익인식에 대한 Fraud Risk」(삼정회계법인)였다. 제재·소송은 공시에서 발견되지 않았다. 평판 쪽에서는 주가 급등락이 반복적으로 정치 일정 보도와 연결되고 있다(→ 매매·보유 제도 사항).

13. 보유·공시 의무(I4)와 포트폴리오 상관(I6)

5%·10% 보고 기준의 주식수와 금액, 그 물량의 정리 소요일수는 Table 10에 있다. 10% 이상 보유자는 6개월 안 매매차익 반환 대상이다. 최대주주 측 지분이 70.08%여서 주주총회 일반 결의는 사실상 최대주주 의사로 정해진다. 시장과의 상관계수는 0.14(252거래일)로 지수와 거의 따로 움직인다. 매출은 100% 국내 자동차 시트로, 국내 자동차 생산과 PVC 원료 가격에 동시에 노출된 포트폴리오에서는 같은 위험이 겹친다.

결론을 바꿀 수 있는 미공개 사항

아래는 문제가 없다는 뜻이 아니라, 아직 공시되지 않았거나 회사가 공개하지 않은 사항이다.

1. 최대 고객과의 거래 계약 기간과 원가 연동 조건 — 공시되지 않았다. 회사 IR에 문의할 수 있다.
2. 최대주주 측 주식의 담보 계약 — 사업·반기보고서에 기재되지 않았다. 대량보유상황보고서(2026.09.04) 「보유주식등에 관한 계약」 란에서 볼 수 있다.
3. 2026년 하반기 판가 반영 — 11월 중순 3분기보고서 II-2(판가)와 손익계산서에서 드러난다.
4. 설비 재투자 계획과 재원 — 공시되지 않았다. 사업보고서 II-6(연구개발·투자)과 주요사항보고서에서 드러난다.
5. 2026년 상반기 법인세비용 1.1억원의 사유와 자기주식 실제 취득 수량 — 2026년 사업보고서 법인세 주석, 11월 25일 뒤 자기주식취득결과보고서에서 드러난다.

다시 점검할 사건

- **종가가 경계 주가(1,415원·2,359원)의 ±10% 안으로 들어올 때**
- **분기·반기·사업보고서 공시(매출총이익률·판가·영업활동현금흐름)**
- **신규 차입·증자·CB 발행 결의**
- **최대주주 변경 또는 주식 담보 계약 변경**
- **관리종목·투자경고 지정 또는 해제, 감사의견 관련 공시**

자료 원천

항목	원천	기준일
재무·주석	전자공시 DART 2025 사업보고서(2026.03.03), 2026 반기보고서(2026.08.14)	2025.12.31 · 2026.06.30
시세·거래대금	한국거래소	2026.10.30
R-Index 6대 지수·업종 비교	R-Index(KONNECT)	2026.10.13~10.25 산출
상장 규정	한국거래소, 금융위원회 보도자료, 머니투데이방송	2025.07.07~2026.09.23
산업 전망	KAMA, 산업통상부, 산업연구원, S&P Global, EIA, KB국민은행	2025.12~2026.10

본 자료는 공시·공개 자료에서 확인된 사실과 그로부터 산출한 값을 정리한 것이다. 특정 종목의 매수·매도를 권유하지 않으며, 투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않는다. 편입·보유·처분 여부와 보유 규모에 대한 판단이나 그 기준선을 제시하지 않는다. 상장폐지 가능성을 확률로 제시하지 않으며 요건까지 남은 거리만 기술한다. 공시되지 않았거나 회사 내부 자료로 남아 있다고 적은 항목은 위험이 없다는 뜻이 아니다. 수치는 기준일 시점 자료에 근거하며 이후 변동될 수 있다.

Compliance Notice

발행사 정보

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

발간 이력

일시	2026.11.01
문서	기업위험진단서 (기관용)
투자의견	제시하지 않음
목표주가	제시하지 않음

투자의견

당사는 이 종목에 투자의견과 목표주가를 제시하지 않으며, 투자등급 체계를 운영하지 않습니다.

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 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 자료는 자본시장법상 투자자문업·유사투자자문업의 영업행위로서 제공되는 조언이 아닙니다.
- 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 저작물로서 모든 지식재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제·전송·배포할 수 없습니다.