R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

SGA솔루션즈 (184230, KOSDAQ)

기업위험진단서 〈기관투자자용〉

위험은 연결 숫자가 아니라 지배회사의 현금·만기와 최대주주 담보 주식에 모여 있다

먼저 볼 것

1. 지배회사 현금 15.9억원 vs 2027년 하반기 상환 175.0억원(별도)
2. 최대주주 주식의 55.3% 담보 · 유지비율 130% 기준 주가 2,103원
3. 전환 가능 주식 477.0만주(25.3%) · 제10회 청구 2026.12.29 개시
4. 시가총액 300억원 기준(2027.07) 경계 주가 1,592.9원 · 현재가 −38.1%
5. 지분 매입 약정 부채 307.1억원 = 지배주주지분의 91.0%

다음 확인 시점

- **2026.11.16 3분기보고서** — 지배회사 차입금 연장, 솔루션 손익
- **2026.12.29 제10회 전환 청구 · 2027.07 시가총액 300억원 기준**

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. 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않는다. 본 자료는 자본시장법상 투자자문업·유사투자자문업의 영업행위로서 제공되는 조언이 아니다. 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.

R-Index 6대 지수

FY2025 · 출판·소프트웨어 176사 · 품질 10.13 · WP 10.16 · 관계형 10.25 산출

CEI 자본효율	CGI 현금거버넌스	RII 재투자강도	MAI 시장적응	WP 악화위험도	관계형리스크
74.5	61.6	21.2	60.2	0.13	0.22
업종 평균 55.7	업종 평균 49.4	업종 평균 36.4	업종 평균 61.1	업종 중위의 1.1배	업종 중위의 4.6배

R-Index 6대 지수 상세(10쪽)

SUMMARY FINANCIAL DATA

연결, 단위 억원·원·%

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	461.2	429.2	616.4	183.4	751.0
영업이익	11.8	−41.1	148.2	−28.6	21.3
지배주주순이익	−8.5	−92.9	175.1	−47.3	−39.1
비지배지분순이익	9.2	−6.5	−5.2	−5.6	31.9
영업활동현금흐름	−1.0	88.9	141.0	−27.5	134.9
부채비율 (%)	60.9	106.5	186.9	-	212.2
지배주주지분	488.1	428.4	344.8	-	337.5
BPS (원)	4,523	3,435	1,947	-	1,792

자료: 전자공시 DART, R-Advisory · BPS는 5:1 주식병합 환산, 지배주주지분 ÷ 기말 유통주식수

▶ AT A GLANCE

투자의견	제시하지 않음
목표주가	제시하지 않음
현재주가	2,575원 (26.10.30)
시가총액	485.0억원
발행주식수	18,833,952주
최대주주등 지분	42.68%
52주 최저/최고	1,636원 / 5,840원
3개월 일평균거래대금	3.60억원

52주 최저·최고는 종가 기준, 2026.05.18 5:1 병합 수정. 발행주식수·최대주주등 지분은 자기주식 54,027주 소각 반영

▶ 위험 신호 분포

공통 8축	미흡 3 · 주의 4 · 양호 1
기관 전용 6축	주의 5 · 자료 부족 1
미흡	유동성·상환 · 지배구조 · 오버행·희석

▶ 기준일

발간	2026.11.01
주가	2026.10.30 종가
재무	2026.06.30 반기보고서
R-Index	FY2025 · 2026.10.13~25 산출

▶ 공식 채널

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

위험 신호 분포와 결론의 순서

동사의 위험은 한곳에 모여 있다. 연결재무제표는 현금성 자산 370.4억원과 영업이익 21.3억원(2026년 상반기)을 보여 주지만, 그 현금과 이익의 상당 부분은 동사 지분이 없는 연결 자회사 ㈜크레온유니티에서 나온다. 반면 차입금·전환사채·담보는 지배회사에, 주식담보 대출은 최대주주에 걸려 있다. 가장 가까운 위험은 지배회사 현금과 만기의 차이이고, 그다음이 최대주주 담보 주식과 전환사채 희석이다. 감사의견·자본잠식 같은 존속 요건에서는 사유가 발견되지 않았다.

Table 1. 위험 축별 평가

축	평가	핵심 사실 (기준일)
존속(R1)	양호	감사의견 3개년 적정, 계속기업 불확실성 기재 없음 (2025 감사보고서)
유동성·상환(R2)	미흡	별도 현금 15.9억원 vs 2027년 하반기 상환 175.0억원, 별도 유동비율 49.2%
이익의 질(R3)	주의	2025년 영업이익의 93.5%가 투자 회수, 별도 순손실 −83.8억원
자산의 질(R4)	주의	투자자산 315.7억원 = 지배주주지분의 93.5%, 핵심감사사항 2년 연속
지배구조(R5)	미흡	최대주주 보유 주식의 55.3% 담보, 특수관계자 대여금 61.3억원
오버행·희석(R6)	미흡	전환 가능 477.0만주(25.3%), 현재가가 두 전환가를 웃돈다
규제·상장유지(R7)	주의	시가총액 300억원 기준(2027.07)까지 −38.1%
사업·집중·산업 환경(R8)	주의	연결 매출의 63.5%가 크레온유니티, 매출처 구성 공시되지 않음
유동성 제약(I1)	주의	일평균 거래대금 3.60억원, 5% 물량 정리에 34거래일 이상
매매·보유 제도 사항(I2)	자료 부족	대차·공매도 잔고, 지수 편입 현황 공시되지 않음
모델 리스크(I3)	주의	시장 지수의 주가 설명력 9%, 이익 배수의 분모가 투자 회수
보유·공시 의무(I4)	주의	5% 보고 기준 24.25억원, 정리에 34~68거래일
ESG·평판·제재(I5)	주의	주요 경영진 지급보증 236.4억원(차입금 보증 89.8억원)
포트폴리오 상관(I6)	주의	보안 사고 보도일 상한가(2026.10.30)

자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서), 한국거래소, R-Advisory

1. 존속(R1)

감사인은 2023~2025년 3개 회계연도 모두 적정의견을 냈고, 계속기업 불확실성·강조사항은 기재되지 않았다(2023년 선진회계법인, 2024~2025년 대주회계법인). 내부회계관리제도 검토의견도 적정이다. 자본잠식까지의 거리는 멀다. 연결 지배주주지분 337.5억원이 자본금 94.4억원에 닿으려면 72.0%가 줄어야 한다. 레이먼인덱스(R-Index) 악화위험도(WP)는 0.1279로 업종 중위보다 높지만, 존속의 결론은 감사보고서가 정한다. 존속을 흔들 수 있는 사건은 지배회사 차입금의 차환(만기 차입금을 새 차입으로 갚는 것) 실패이며, 이는 유동성·상환(R2)에서 다룬다.

Table 2. 존속 요건 점검

항목	현재값	평가
감사의견 (2023~2025)	적정 · 적정 · 적정	양호
계속기업 불확실성 기재	기재 없음 (2025 감사보고서)	양호
자본잠식까지 (연결 지배주주지분)	337.5억원 → 자본금 94.4억원, −72.0%	양호
자본잠식까지 (별도 자본총계)	446.0억원 → 자본금 94.4억원, −78.8%	양호
핵심감사사항	종속기업투자 손상, 보이스아이사업부 영업권 손상 (2년 연속)	주의

자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서 감사보고서·2026년 반기보고서 별도재무제표)

2. 유동성·상환(R2)

유동성 위험은 연결 현금의 크기가 아니라 지배회사의 현금과 만기 사이에 있다

연결 현금성 자산 370.4억원(현금 109.8억원 + 단기금융상품 등 260.5억원) 가운데 지배회사 현금은 15.9억원이다. 2026년 상반기에 늘어난 단기금융상품 258.3억원은 크레온유니티 편입과 함께 생긴 것이어서, 공급 대금을 치르기 전까지 머무는 자회사 운전자본으로 볼 수 있다. 지배회사가 12개월 안에 현금으로 갚을 차입금은 단기차입금 42.0억원이고, 현금 15.9억원과 미사용 여신 25.0억원을 더하면 40.9억원이다. 당장의 차이는 작지만 여유도 없다. 별도 유동비율은 49.2%다. 유동부채에는 전환사채 63.5억원(장부가)도 있으나, 이는 전환 청구가 가능해 유동으로 분류된 금액이고 12개월 안에 현금 상환을 청구할 수 있는 회차는 없다.

Table 3. 연결과 지배회사(별도)의 유동성

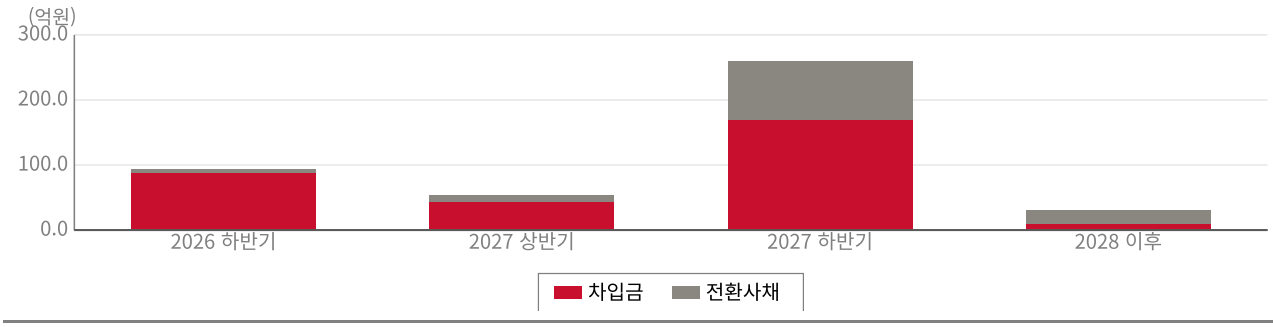
구분	연결	별도 (지배회사)
현금및현금성자산	109.8	15.9
단기금융상품 등	260.5	-
유동자산 / 유동부채	634.8 / 629.7	83.8 / 170.5
유동비율	100.8%	49.2%
단기차입금 (유동성장기 포함)	135.0	42.0
유동성 전환사채 (장부가)	84.2	63.5
미사용 여신	38.1	25.0

주: 단위 억원. 2026.06.30 기준. 미사용 여신은 연결 한도 349.4억원 중 사용 311.4억원의 잔여, 별도는 기업회전대출 한도 잔여. 별도 유동성 전환사채는 전환권 때문에 유동으로 분류된 장부가다.

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 연결·별도재무제표, 주석 12·24)

상환 부담은 2027년 하반기에 몰린다. 지배회사 몫만 보면 기업은행 부동산담보대출 85.0억원(2027.07.12)과 제10회 전환사채 조기상환청구 개시(2027.12.29, 액면 90.0억원)가 겹쳐 175.0억원으로, 지금 별도 현금의 11배다. 연결 기준으로는 자회사 차입을 더해 259.0억원이고, 1년 내(2026.07~2027.06) 만기는 146.8억원이다. 제9회 전환사채 20.0억원은 2026년 5월 특수관계자 ㈜금강이앤에스에 23.4억원에 재매각되었고, 이때 조기상환청구권이 삭제되어 만기(2028.05)까지 상환 청구가 없다(사채 매도 공시 2026.05.15, 반기보고서 주석 25).

연결 만기 구간별 차입금·전환사채 (2026.06.30, 액면)



자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 주석 12), R-Advisory

더 먼 의무도 있다. 크레온유니티가 2029년 12월까지 적격 상장하지 못하면 투자조합은 풋옵션(정해진 값에 되팔 권리)으로 주식 100%를 동사에 팔 수 있고, 그때 지급액은 약 399.5억원(내부수익률 연 8%)이다. 행사 요건에는 상장 여부와 별개로 「거래종결일로부터 5년 경과」 도 있어, 2030년 12월 이후에는 연 6% 기준 약 393.0억원이다(반기보고서 주석 24). 어느 쪽이든 별도 현금의 25배 수준이다.

Table 4. 담보와 특수관계자 지급보증

항목	내용
담보 제공 자산	토지·건물 장부가 118.1억원, 투자부동산 장부가 220.0억원
주요 경영진 지급보증	236.4억원 — 차입금 89.8억원 · 물품대 122.6억원 · 채무이행 24.0억원
그중 대표이사 연대보증	기업회전대출 등 51.3억원 (별도)
지배회사가 선 보증	자회사 보이스아이 기업은행 차입 18.0억원 (별도)

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 연결 주석 8·12·24·25, 별도 주석 23)

부동산 담보는 이미 차입금에 설정되어 있어, 추가 차입에 쓸 담보 여력은 공시로 드러나지 않는다. 지배회사 단기차입금 42.0억원 가운데 33.3억원은 우리은행 부동산담보대출로 2027년 3월 19일 만기다. 연장 여부는 3분기보고서(2026.11.16 시한)와 2026년 사업보고서의 차입금 주석에서 확인할 수 있다.

3. 이익의 질(R3)

이익의 원천이 투자 회수와 지분 없는 자회사로 옮겨 가, 연결 이익만으로는 지배주주 몫의 흐름을 읽을 수 없다

2025년 연결 영업이익 148.2억원 가운데 138.6억원(93.5%)이 투자부문의 회수 이익이다. 같은 해 지배회사 별도 순손실은 −83.8억원이다. 2026년 상반기에는 이익의 원천이 크레온유니티로 옮겨 갔다. 연결 영업이익 21.3억원에서 하드웨어 공급·운영 29.5억원을 빼면 −8.2억원이다. 크레온유니티 이익은 비지배지분(31.9억원)으로 가고, 지배주주 순손익은 −39.1억원이다. 반기 영업현금흐름 134.9억원은 매입채무 증가 199.4억원이 만든 것이어서, 공급 대금을 치르는 시점에 되돌아갈 수 있다.

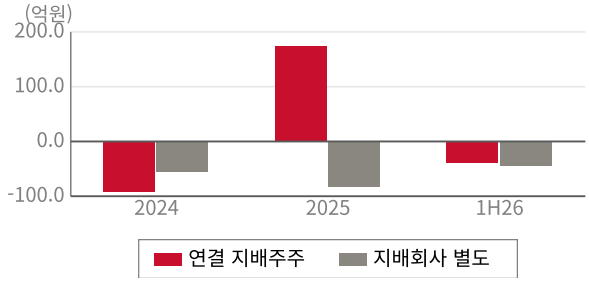
Table 5. 이익의 원천과 귀속

구분	2025	1H25	1H26
연결 영업이익	148.2	−28.6	21.3
솔루션	20.4	−21.4	−31.0
하드웨어 공급·운영	-	-	29.5
투자	138.6	−2.1	27.1
솔루션 부문 영업이익률	5.4%	−12.8%	−14.9%
지배주주 순이익	175.1	−47.3	−39.1
비지배지분 순이익	−5.2	−5.6	31.9

주: 단위 억원. 부문 합계와 연결의 차이는 내부거래 조정.

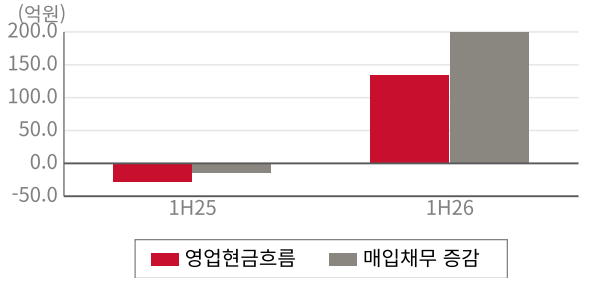
자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서 주석 34, 2026년 반기보고서 주석 5), R-Advisory

지배주주 순이익: 연결 vs 지배회사 별도



자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서), R-Advisory

영업현금흐름과 매입채무 증감 (연결)



자료: 전자공시 DART(2025년 사업보고서·2026년 반기보고서), R-Advisory

보안 본업의 수익성은 업종 비교보다 자기 추이가 더 분명하다. 솔루션 부문 영업이익률은 2025년 5.4%에서 2026년 상반기 −14.9%가 됐다. 이익의 질은 3분기보고서의 부문별 영업이익과 지배주주 순손익으로 확인할 수 있다.

4. 자산의 질(R4)

지배주주 자본의 크기는 이익보다 투자자산의 평가와 자회사 지분 약정이 정한다

지배주주 자본의 크기는 두 계정이 정한다. 하나는 크레온유니티 지분 매입 약정 부채 307.1억원으로 지배주주지분의 91.0%다. 옵션이 소멸하면 자본으로 돌아오고, 행사되면 현금 지급으로 바뀐다. 다른 하나는 투자자산이다. 관계기업투자 177.5억원과 당기손익-공정가치측정 금융자산을 합한 315.7억원은 지배주주지분의 93.5%다. 2026년 상반기에는 투자처 ㈜펀블 파산과 조합 지분 처분으로 처분손실 17.9억원이 났다. 감사인은 2년 연속 종속기업투자 손상과 보이스아이사업부 영업권 손상을 핵심감사사항(감사인이 가장 중요하게 본 쟁점)으로 지정했다. 회계부정을 뜻하지 않지만, 손상 여부가 회사의 추정에 크게 기댄다는 뜻이다.

Table 6. 지배주주지분 대비 주요 자산·부채

계정 (2026.06)	금액	지배주주지분 대비
크레온유니티 지분 매입 약정 부채	307.1	91.0%
투자자산 (관계기업·당기손익-공정가치)	315.7	93.5%
투자부동산	261.4	77.4%
영업권 (보이스아이사업부 109.1억원 포함)	126.3	37.4%
지배주주지분	337.5	100.0%

주: 단위 억원.

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 주석 4·8·10·11·24), R-Advisory

5. 지배구조(R5)

최대주주 지분율은 높지만, 그 지분의 절반 이상이 담보로 묶여 주가와 연동된다

최대주주 에스지에이홀딩스㈜는 특수관계인을 포함해 8,039,106주(42.68%)를 보유한다. 홀딩스 보유분 7,825,068주 가운데 432.8만주(55.3%)가 차입금 70억원(연 8%)의 담보로 잡혀 있다(주요계약 변경 공시, 2026.08.05). 담보유지비율은 110~130%이고, 홀딩스는 이미 두 차례 추가 담보를 넣었다. 홀딩스의 2024년 말 자본총계는 −35.6억원이어서, 추가 담보를 넣을 여력은 공시로 드러나지 않는다. 2025년 유상증자 당시 공시는 담보권이 전부 실행되면 홀딩스 지분율이 24.66%에서 1.71%로 낮아지는 구조라고 적었다(2025.06.13).

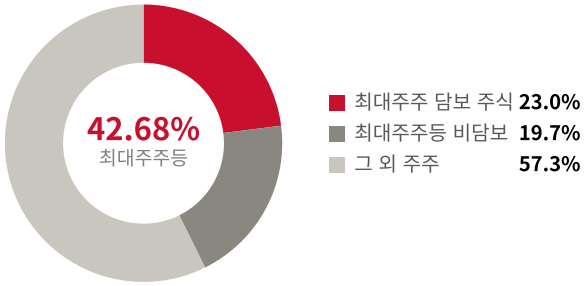
Table 7. 최대주주 담보 주식과 경계 주가

항목	값
담보 주식 (2026.07.29)	4,328,000주 (발행주식의 22.91%)
담보 차입금	70억원 (연 8%)
담보 주식 시가 (2026.10.30)	111.4억원
유지비율 130% 기준 주가	2,103원 (−18.3%)
유지비율 110% 기준 주가	1,779원 (−30.9%)
담보 주식 ÷ 일평균 거래량	26.3일치

주: 경계 주가 = 차입금 × 유지비율 ÷ 담보 주식수. 일평균 거래량 164,361주(2026.07.31~10.30, 61거래일). 22.91%는 공시일 발행주식 기준.

자료: 전자공시 DART(주요계약 체결·변경 공시 2026.08.05, 2025년 사업보고서 VII-2), 한국거래소, R-Advisory

최대주주 지분과 담보 (자기주식 소각 후 발행주식 대비)



자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 VII, 주요계약 변경 공시 2026.08.05), R-Advisory

특수관계자와의 자금 거래도 지배회사에서 일어난다. 2026년 6월 말 특수관계자 대여금은 61.3억원(최대주주 26.6억원, 에스지씨㈜ 3.2억원, 주요 경영진 31.4억원)으로 지배주주지분의 18.2%이고, 최대주주 대여금 중 20억원은 상반기에 새로 나갔다. 주요 경영진 대여금에는 대손충당금 13.7억원이 쌓여 있다. 반대 방향의 거래도 있다. 특수관계자 ㈜금강이앤에스가 동사 제9회 전환사채 20.0억원을 23.4억원에 인수했고(반기보고서 주석 25), 이 사채는 조기상환청구권이 삭제된 채 전환가가 하한 2,258원으로 조정되었다. 전환되면 885,740주가 특수관계자 쪽에 생긴다. 진행은 대량보유상황보고서, 최대주주 주식담보 계약 변경 공시, 특수관계자 거래 주석에서 확인할 수 있다.

6. 오버행·희석(R6)

희석은 조정 하한에 닿은 전환사채의 청구 개시 일정에 묶여 있다

오버행(주식수는 그대로인데 팔 물량이 느는 것)과 희석(주식수 자체가 느는 것)을 나눠 본다. 오버행의 중심은 최대주주 담보 주식 432.8만주(일평균 거래량의 26.3일치)다. 2026년 6월 29일 보호예수(일정 기간 매도를 막는 장치)가 풀린 2,421,307주는 최대주주가 2025년 제3자배정 유상증자로 받아 담보로 맡긴 신주여서, 담보 물량과 겹친다. 이 물량은 담보유지비율이 깨질 때 반대매매로 시장에 나올 수 있다.

희석은 미전환 전환사채가 정한다. 특수관계자 ㈜금강이앤에스가 보유한 제9회 20.0억원(전환가 2,258원)과 제10회 90.0억원(2,317원)이 전량 전환되면 4,770,073주가 늘어 발행주식의 25.3%, 전환 후 지분의 20.2%가 된다. 두 전환가는 조정 하한(최초 가액의 70%)에 닿아 주가가 더 내려도 주식 수는 늘지 않는다. 반대로 현재가가 두 전환가를 11.1~14.0% 웃돌아 전환 유인이 있다. 제10회 전환 청구는 2026년 12월 29일부터 가능하다.

Table 8. 잠재 주식

구분	전환·행사가	주식수	발행주식 대비	시점
제9회 전환사채 20.0억원 (특수관계자 보유)	2,258원	885,740	4.7%	전환 가능, 만기 2028.05
제10회 전환사채 90.0억원	2,317원	3,884,333	20.6%	전환 청구 2026.12.29~
주식매수선택권	3,090·8,085원	647,455	3.4%	행사가가 현재가 위
합계	-	5,417,528	28.8%	-

주: 회사 보유 제9회 전환사채 10억원(442,870주)은 제외. 현재가 2026.10.30 종가 2,575원.

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 I-3·주석 12·15·26, 전환가액 조정 공시 2026.07.29·2026.09.07), R-Advisory

희석의 진행은 전환청구권 행사 공시와 추가상장 공시에서 확인할 수 있다.

7. 규제·상장유지(R7)

상장유지 요건 가운데 가장 가까운 것은 내년 하반기 상향되는 시가총액 기준이다

코스닥 시가총액 기준은 2026년 7월 200억원으로 올랐고, 2027년 7월 300억원으로 다시 오른다. 300억원 시행은 당초 2027년 1월에서 6개월 미뤄졌다(관계부처 합동 발표 2026.09.04, 코스닥시장 상장규정 개정). 30거래일 연속 기준에 못 미치면 관리종목이 되고, 이후 90거래일 안에 45거래일 연속 기준을 회복하지 못하면 상장폐지 사유가 된다. 300억원 기준의 경계 주가는 1,592.9원이다. 52주 최저가 1,636원(2026.07.29)일 때 시가총액은 309.0억원으로, 300억원과의 차이가 3.0%였다.

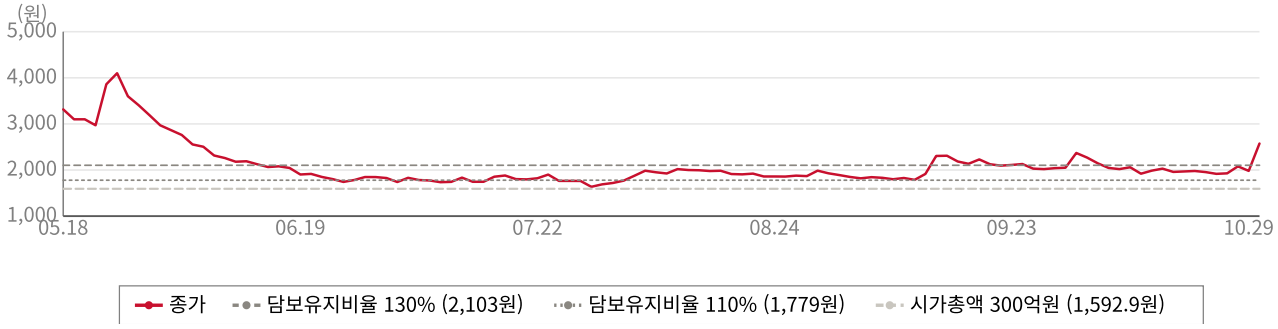
Table 9. 상장유지 요건까지 남은 거리

요건	기준	현재값	요건에 닿으려면	평가
시가총액 (2027.07~)	300억원	485.0억원	−38.1% (경계 주가 1,592.9원)	주의
시가총액 (현행)	200억원	485.0억원	−58.8% (경계 주가 1,061.9원)	여유 있음
주가 (동전주)	1,000원	2,575원	−61.2%	여유 있음
매출액	30억원	616.4억원 (2025 연결)	−95.1%	여유 있음
감사의견·지분분산·공시 벌점·자본잠식	사유 발생	사유 발견되지 않음	하락으로 닿는 요건이 아님	여유 있음

주: 시가총액·주가 2026.10.30 종가 기준. 52주 최저일 시가총액은 당일 발행주식 18,887,979주 기준.

자료: 금융위원회 보도자료(2026.02.12), 관계부처 합동 시장상황 점검회의 발표(2026.09.04), 머니투데이(2026.09.29), 한국거래소

주가와 경계 주가 (원)



자료: 한국거래소, 전자공시 DART(주요계약 변경 공시 2026.08.05), R-Advisory · 2026.05.18 5:1 병합 신주 상장일 이후 종가

5월 병합 이후 종가는 4,100원에서 1,636원 사이를 오갔다(고점 대비 −60.1%). 이 진폭은 경계까지의 거리 −38.1%보다 크다. 집행 절차는 바뀌고 있다. 법원이 시가총액 미달 상장폐지 결정의 효력을 정지하자 한국거래소는 상장폐지 절차를 중단했고, 관리종목 지정은 현행대로 둔다(파이낸셜뉴스 2026.10.07). 관계부처는 시가총액 미달 기업 가운데 재무요건을 갖춘 기업의 코넥스 이전상장 제도를 도입하기로 했다(2026.09.04 발표). 세부 요건과 소명 절차는 개정 규정이 공포될 때 확정된다.

8. 사업·집중·산업 환경(R8)

결론을 가를 크레온유니티의 상장 준비 일정과 매출처 구성이 공시되지 않았다

2026년 상반기 연결 매출 751.0억원의 63.5%가 크레온유니티의 금융권 IT 인프라 공급·운영 매출이다. 크레온유니티의 주요 매출처 구성과 상위 고객 비중은 공시되지 않았다. 매출 구성은 상품 유통 64.3%, 자체 보안 제품 8.1%로 바뀌었다. 보안 본업은 매출이 24.5% 늘었지만 영업손실은 −21.4억원에서 −31.0억원으로 커졌다. 손실 확대의 원인은 현재 공시로는 가리기 어렵고, 2026년 사업보고서(2027.03)의 부문 주석에서 드러난다.

Table 10. 수익성을 좌우하는 산업 변수

변수	현재 상태	업계 전망	자료
공공 정보보호 수요	9,733억원, +22.5% (2026)	정보보호 공시 의무 전 상장사 확대 (2027.01)	과학기술정보통신부 (2026.04.06)
국가망보안체계(N2SF)	실태평가 가점 방식	2026년 내 도입 의향 5.1%, 관망 39.1%	보안뉴스 (2026.02.04)
국내 보안 시장	정보보안 매출 7조1,244억원 (2024)	사이버보안 2026년 4조88억원, +16.1%	KISIA (2025.11), 보안뉴스·시큐리티월드 (2025.12)
세계 정보보안 지출	-	2026년 2,398억달러, +12.5%	Gartner (2025.07.29)
공공 사업 단가	금감원 통합유지보수 단독 응찰 유찰 (2026.08)	대기업 참여제한 조정안 표류	MTN (2026.10.08)

주: 보안뉴스·시큐리티월드 전망은 사이버보안 137개사 조사로, KISIA 정보보안 실태조사와 범위가 다르다.

자료: 각 기관, R-Advisory

업계 수요는 늘고 있지만 그 수요가 동사 솔루션 부문 이익으로 이어진 사실은 공시에서 발견되지 않는다. 수요 증가는 위험을 줄이는 조건이 아니라, 솔루션 손실이 줄어드는지 확인할 기준이다. 크레온유니티 상장 준비는 상장예비심사 청구·주관사 선정 공시에서 확인할 수 있다.

9. 기관 전용 점검(I1~I6)

유동성 제약(I1)

유동주식은 발행주식에서 최대주주등을 뺀 10,794,846주(57.32%), 시가 278.0억원이다. 일평균 거래대금 3.60억원(2026.07.31~10.30, 61거래일)에 참여율 모형을 적용한 정리 소요일수는 아래와 같다. 주가 변동이 큰 종목이어서 모형이 시장충격을 작게 잡으므로, 소요일수는 하한값이다.

Table 11. 금액별 정리 소요일수

금액	참여율 20%	참여율 10%
10억원	14거래일	28거래일
20억원	28거래일	56거래일
5% 보고 기준 (941,698주, 24.25억원)	34거래일	68거래일
10% 기준 (48.5억원)	68거래일	135거래일

주: 소요일수 = 금액 ÷ 일평균 거래대금 ÷ 참여율(올림). 금액 기준점은 계산 예시이며 문턱이 아니다.

자료: 한국거래소, R-Advisory

Table 12. 가격 위험(I1-4)

지표	값	기간
연환산 변동성	89.5%	2026.05.18~10.30
52주 최고가 대비	−55.9%	최고 5,840원 (2026.04.21, 병합 수정)
개별 베타 / 결정계수	0.5675 / 0.09	251거래일
2026.10.30 거래량	1,319,094주 (평균의 8.0배)	상한가 +29.98%

자료: 한국거래소, R-Index(KONNECT), R-Advisory

결정계수 0.09는 시장 지수가 동사 주가 변동의 9%만 설명한다는 뜻이어서, 지수 헤지의 효율이 낮다.

매매·보유 제도 사항(I2)

대차·공매도 잔고, 신용융자 한도, 지수 편입 현황은 공시되지 않았고 한국거래소 정보데이터시스템에서 확인할 수 있다. 지배주주지분 기준 PBR은 1.44배이고, 상승분의 상당 부분은 약정 부채로 분모가 줄어든 효과다.

모델 리스크(I3)

Table 13. 자본비용 입력값

입력	값	자료
무위험수익률	3.715%	국고채 3년, 2026.10.30
베타	0.5407	KSIC 58 176사 중위, 2026.10.23
시장위험프리미엄	7.0%	당사 정책 상수
자본비용(COE)	7.50%	-

자료: 한국은행 ECOS, R-Index(KONNECT), R-Advisory

개별 베타는 설명력이 낮아 자본비용 산출에는 산업 중위 베타를 썼다. 2025년 PER 2.22배는 분모가 투자 회수 이익이어서 반복을 전제한 배수로 쓸 수 없다. PBR 역시 약정 부채가 소멸하면 0.75배로 바뀐다. 이익·자본 배수 모두 크레온유니티 옵션의 결과에 따라 크게 달라지는 값이다.

보유·공시 의무(I4)

발행주식의 5%는 941,698주(24.25억원), 10%는 1,883,395주(48.5억원)다. 5% 기준 물량의 정리에는 참여율 20%로도 34거래일이 걸려, 보고 의무가 생긴 뒤 지분을 줄이는 데 시간이 든다. 의결권 안건으로는 전환사채 발행 한도·주식매수선택권 부여가 정기주주총회에서 반복될 수 있다.

ESG·평판·제재(I5)

감사의견은 3개년 적정이지만 핵심감사사항이 2년 연속 같은 손상 쟁점이다. 주요 경영진의 지급보증은 236.4억원이고 그중 차입금 보증이 89.8억원이어서, 지배회사 차입이 경영진 보증에 기대고 있다. 제재·소송·단기매매차익 반환은 반기보고서에서 발견되지 않았다(2026년 반기보고서 XI-3).

포트폴리오 상관(I6)

시장 지수와의 동조는 약하고, 보안 사고 보도와 같은 날 주가가 크게 움직였다. 2026년 10월 30일 가상자산 거래소·증권사 해킹 보도일에 상한가를 기록했다(SBS Biz·머니투데이). 매출 쪽으로는 크레온유니티를 통해 금융권 IT 투자에 노출되어 있어, 금융업종 IT 예산과 매출이 같은 방향으로 움직일 수 있다.

10. R-Index 6대 지수 (CEI·CGI·RII·MAI·WP·관계형리스크)

여섯 지수는 두 축으로 나뉜다. 품질 축(자본효율 CEI·현금거버넌스 CGI·재투자강도 RII·시장적응 MAI)은 재무제표에서 나온 후행 지표이고 높을수록 좋다. 위험 축(악화위험도 WP·관계형리스크)은 사건·관계망에서 나온 선행 지표이고 낮을수록 좋다. 비교집단은 KOSDAQ × KSIC 58(출판·소프트웨어) 176사(FY2025)다.

Table 14. 지수의 뜻과 구성

지수	방향	구성
CEI 자본효율	높을수록 좋음	자산회전율 25 · ROIC 25 · 유형자산효율 20 · 현금수익률 20 · 효율성추세 10
CGI 현금거버넌스	높을수록 좋음	자금조달효율 25 · 현금활용도 20 · 주주환원균형 20 · 부채건전성 20 · 현금적정성 15
RII 재투자강도	높을수록 좋음	CAPEX강도 30 · 투자괴리율 30 · 재투자율 25 · 투자지속성 15
MAI 시장적응	높을수록 좋음	매출-투자동조성 30 · 이익품질 25 · 투자지속성 20 · 성장투자비율 15 · FCF추세 10
WP 악화위험도	낮을수록 좋음	관계형·재무·전환사채·임원 정보로 산출한 악화 가능성 (0~1)
관계형리스크	낮을수록 좋음	최대주주 변경·자금조달 등 회사에서 실제로 일어난 사건의 위험도

주: 종합점수 가중치 RII 35 · CGI 25 · CEI 20 · MAI 20. 종합 49.8(B, FY2025)은 네 지수의 방향이 서로 갈려, 하나의 값으로는 자본 사용의 질을 설명하지 못한다.

자료: R-Index(KONNECT) — 품질 지수 FY2023~FY2025(업종 비교 2026.10.13), 악화위험도 2026.10.16 산출, 관계형리스크 2026.10.25 산출

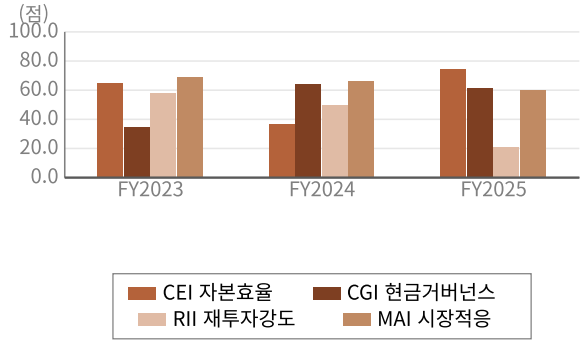
R-Index 6대 지수 FY2025 · KOSDAQ × 출판·소프트웨어 176사

품질 4지수는 0~100점(높을수록 좋음), 위험 2지수는 0~1(낮을수록 좋음). 두 축이 어긋나면 위험 축이 결론을 정한다.

CEI 자본효율	**74.5**	높을수록 좋음 · 양호. 업종 평균 55.7, 상위 10% 평균 83.1. **2025년 투자 회수 이익이 만든 점수**, 2024년 37.0
CGI 현금거버넌스	**61.6**	높을수록 좋음 · 양호. 평균 49.4, 상위 10% 75.1. **연결 현금 기준** — 지배회사 현금은 15.9억원
RII 재투자강도	**21.2**	높을수록 좋음 · 미흡. 평균 36.4, 상위 10% 74.2. 3년 연속 하락(57.7 → 21.2)
MAI 시장적응	**60.2**	높을수록 좋음 · 주의. 평균 61.1, 상위 10% 84.0. 3년 연속 하락(69.0 → 60.2)
WP 악화위험도	**0.1279**	낮을수록 좋음 · 주의. MEDIUM, 업종 중위 0.1137 위
관계형 리스크	**0.2245**	낮을수록 좋음 · HIGH. **업종 중위 0.0483의 4.6배**, 176사 중 위험 상위 17%

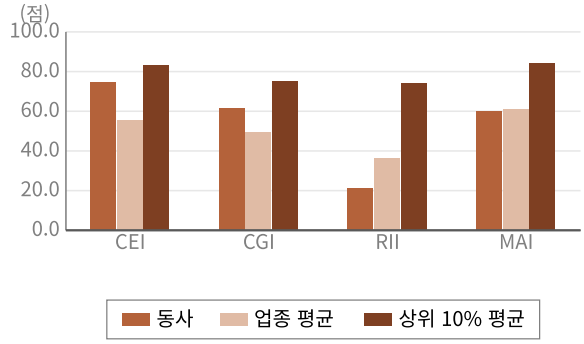
자료: R-Index(KONNECT) — 품질 지수 FY2025(업종 비교 2026.10.13), 악화위험도 2026.10.16, 관계형리스크 2026.10.25 산출 · 위험 지수 막대는 값 × 100

품질 4지수 3개년 추이



자료: R-Index(KONNECT), FY2023~FY2025, 2026.10.13 산출 · KOSDAQ × KSIC 58 176사

품질 4지수 업종 비교 (FY2025)



자료: R-Index(KONNECT), FY2023~FY2025, 2026.10.13 산출 · KOSDAQ × KSIC 58 176사

Table 15. 지수별 진단

지수	원인	이어지는 축
CEI 74.5	2025년 투자 회수 이익 (2024년 37.0)	이익의 질(R3)
CGI 61.6	연결 현금 확대	유동성·상환(R2)
RII 21.2	설비·개발 재투자 감소, 3년 연속 하락	사업·집중(R8)
MAI 60.2	이익과 현금의 괴리, 3년 연속 하락	이익의 질(R3)
WP 0.1279	관계망·전환사채 정보 (2026.10.16 단일 시점)	존속(R1)
관계형리스크 0.2245	최대주주 변경·전환사채·유상증자·주식담보 (관측 2023.10~2026.04)	지배구조(R5)·희석(R6)

자료: R-Index(KONNECT), 비교 집단 KOSDAQ × KSIC 58 176사(FY2025)

두 축이 충돌한다. 품질 축은 CEI·CGI가 업종 평균 위에 있지만, 위험 축의 관계형리스크는 업종 위험 상위 17%다. 이 조합에서는 위험 축이 결론을 정한다. 품질 지수는 지난 회계연도의 재무제표를 보는 후행 지표이고, 관계형리스크는 최대주주 변경·담보·전환사채처럼 앞으로의 손실 경로와 직접 이어진 사건을 본다.

품질 지수 두 개는 공시 사실과 반대 방향을 가리킨다. CEI 74.5는 2025년 투자 회수 이익이 만든 점수다. 회수가 적었던 2024년에는 37.0이었고, 2026년 상반기 지배주주 순손익은 적자다. 동사의 자본효율은 지수보다 지배주주 순손익으로 보는 것이 맞다. CGI 61.6은 연결 현금을 기준으로 한 점수다. 지배회사 현금은 15.9억원이고 별도 유동비율은 49.2%여서, 현금 적정성은 지수가 아니라 별도 재무로 본다. RII 21.2는 재투자가 적다는 공시와 맞고, MAI 60.2는 영업현금흐름이 매입채무 증가에서 나왔다는 사실과 맞는다.

11. 결론을 바꿀 수 있는 미공개 사항

Table 16. 결론을 바꿀 수 있는 미공개 사항

사항	결론에 주는 영향	드러나는 시점·자료
크레온유니티 상장 준비 일정·주관사	2029.12 기한 안 상장 여부 — 풋옵션 행사 시 약 399.5억원 지급	상장예비심사 청구 공시
지배회사 단기차입금 42.0억원(우리은행 33.3억원, 2027.03.19 만기 포함)의 연장 여부	지배회사 유동성	3분기보고서·2026년 사업보고서 차입금 주석
연결 당기손익-공정가치측정 금융부채 20.0억원(2026년 상반기 신규)의 성격	부채 규모와 상환 조건	2026년 사업보고서 금융부채 주석
크레온유니티 매출처 구성	연결 매출 63.5%의 지속성	2026년 사업보고서 (2027.03)
최대주주 홀딩스의 최근 재무 상태	추가 담보 여력	2026년 사업보고서 최대주주 현황
솔루션 부문 손실 확대의 원인	본업 이익의 회복 여부	2026년 사업보고서 부문 주석
대차·공매도 잔고, 지수 편입	매매 제도상 제약	한국거래소 정보데이터시스템

주: 상장해도 「거래종결일로부터 5년 경과」 요건에 따른 2030.12 이후 행사 가능성은 남는다(반기보고서 주석 24).

12. 다시 점검할 사건

Table 17. 날짜가 정해진 사건과 조건부 사건

시점	사건	이어지는 축
2026.11.16	2026년 3분기보고서 제출 시한	유동성·상환, 이익의 질
2026.12.29	제10회 전환사채 전환 청구 개시	오버행·희석
2027.03.19	우리은행 부동산담보대출 33.3억원 만기 (지배회사)	유동성·상환
2027.03.31	2026년 사업보고서·감사보고서 제출 시한	존속, 자산의 질, 사업·집중
2027.07	시가총액 300억원 기준 시행	규제·상장유지
2027.07.12	기업은행 부동산담보대출 169.0억원 만기 (지배회사 85.0억원)	유동성·상환
2027.12.29	제10회 전환사채 조기상환청구 개시 (90.0억원)	유동성·상환, 오버행·희석
2029.12	크레온유니티 적격 상장 기한	유동성·상환, 자산의 질
조건부	주가가 2,103원 아래로 내려갈 때 (담보유지비율 130%)	지배구조, 오버행·희석
조건부	2027.07 이후 주가가 1,592.9원 아래로 30거래일 연속 머물 때	규제·상장유지
수시	신규 전환사채·유상증자 결의, 최대주주 변경, 감사인 변경	존속, 지배구조, 오버행·희석

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 주석 12), 한국거래소, R-Advisory

13. 자료 원천

Table 18. 자료 원천과 기준일

자료	내용	기준일
전자공시 DART	2025년 사업보고서·감사보고서, 2026년 반기보고서, 주요계약 변경·전환가액 조정·사채 매도 공시	2026.06.30 / 2026.05.15 / 2026.08.05 / 2026.09.07
한국거래소	종가·거래량·거래대금	2026.10.30
R-Index(KONNECT)	6대 지수·업종 벤치마크·베타	2026.10.13 / 10.16 / 10.23 / 10.25
금융위원회·관계부처	상장폐지 제도 개편	2026.02.12 / 2026.09.04
한국은행 ECOS	국고채 3년 금리	2026.10.30
언론	머니투데이·파이낸셜뉴스·보안뉴스·MTN·SBS Biz	각 보도일

Compliance Notice

발행사

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

- 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.
- 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않는다. 본 자료는 자본시장법상 투자자문업·유사투자자문업의 영업행위로서 제공되는 조언이 아니다.
- 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.
- 본 자료는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.
- 본 자료의 작성자를 비롯해 당사 임직원들은 본 자료 제공일 현재 위 자료에 언급된 종목의 주식 및 지분을 보유하고 있지 않습니다.