2026. 8. 30.

R-Advisory by KONNECT
**박재준**
대표애널리스트
raymond@konnect-ai.net

### ▶ 여덟 축의 분포

| | |
|---|---|
| 🔴 **미흡 3** | 이익의 질 · 오버행/희석 · 규제/상장유지 |
| 🟡 **주의 5** | 존속 · 유동성 · 자산의 질 · 지배구조 · 사업 집중 |
| 🟢 **양호 0** | 해당 없음 |
| ⬜ **판정 불가 0** | 해당 없음 |

여덟 축 가운데 「양호」가 하나도 없습니다. 「양호」는 「안전」이 아니라 확인한 범위 안에서 그 사유가 발견되지 않았다는 뜻입니다

### ▶ 기준일

| | |
|---|---|
| **발간** | 2026.08.30 |
| **재무** | 2025.12.31<br>감사보고서 제10기 |
| **시장 데이터** | 2026년<br>현재주가 1,352원 |

FY2025 사업보고서는 확보하지 못했습니다. 관리종목 지정유예 현황은 제9기 사업보고서 기준입니다

### ▶ 확인되지 않은 것의 표기

| | |
|---|---|
| **공시에서 확인되지 않음** | 공시를 찾았으나 기재가 없음 |
| **내부확인 필요** | 회사 내부 자료가 있어야 판단 가능 |
| **확인 필요** | 추가 공시·원문을 아직 대조하지 못함 |

세 표기 모두 「위험이 없다」는 뜻이 아닙니다

R – Advisory
BY KONNECT

# 기업위험진단서 알체라 (347860)

개인투자자용 — 원금이 줄어드는 경로를 넷으로 나눠 적은 문서

- **이 문서는 위험만 봅니다.** 좋은 점은 다루지 않습니다. 원금이 줄어들 수 있는 길이 어디에 열려 있는가만 봅니다
- **투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않고, 사거나 팔 시점도 말하지 않습니다.** 편입·보유·처분 여부와 보유 규모에 대한 판단이나 그 기준선도 제시하지 않습니다
- **상장폐지 가능성을 확률로 제시하지 않습니다.** 요건까지 남은 거리와 확인된 사유만 적습니다

## 지금 가장 급한 것 셋

① **관리종목 지정유예가 끝났습니다:** 회사는 2020년 12월 기술성장기업 특례로 상장해 계속사업손실 요건의 적용을 유예받아 왔습니다. **그 유예는 2024년 12월 31일로 끝났고, 회사 공시대로 2025년부터 지정이 가능합니다.** 최근 3년 중 2회(2023·2024)가 이미 요건에 해당하고 2025년에도 세전손실이 났습니다.

② **주가 요건까지 26%입니다:** 2026년 7월부터 적용되는 「30거래일 연속 1,000원 미만」 요건까지 현재가 1,352원 기준 △**26.0%**입니다. **52주 최저가가 1,250원**이었으므로 그 저점에서는 △20.0%였습니다.

③ **본업은 4년째 손실입니다:** 영업손실이 2022년 △143.5억, 2023년 △189.0억, 2024년 △96.7억, 2025년 △100.3억입니다. **순손실이 △21.7억뿐인 것은 타사 전환사채 평가·처분이익 81.5억이 덮었기 때문입니다.**

## 원금이 줄어드는 네 가지 길 본문 §1·§5

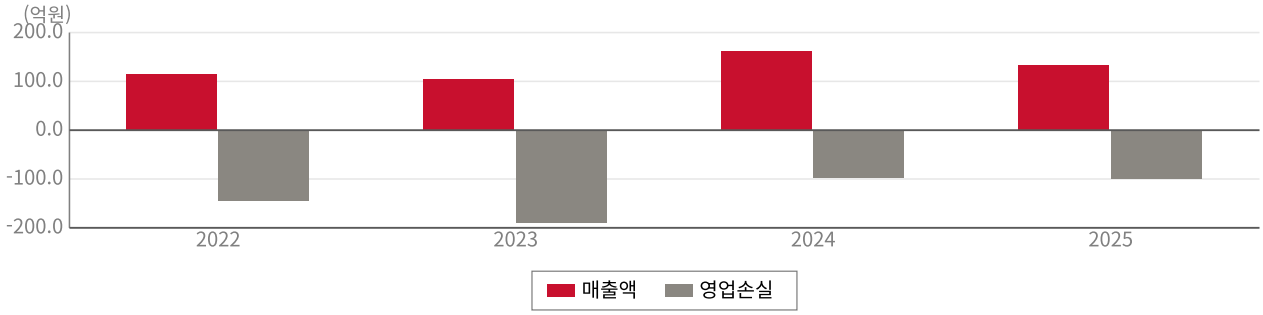
| 경로 | 신호 | 이 회사의 현재 |
|---|---|---|
| A. 사라진다 | 🔴 미흡 | 관리종목 유예가 2024년말 종료돼 2025년부터 지정 가능. 주가 요건까지 △26.0% |
| B. 물량이 쏟아진다 | 🔴 미흡 | 전환사채 60억(전환가 1,639원)이 남아 있고 발행주식수가 2025년 +56.5%, 이후 +8.9% 추가 증가 |
| C. 흘러내린다 | 🔴 미흡 | 4년 연속 영업손실. 매출 △17.1%, 주력 안면인식 △29.1%. 주가는 52주 최고 대비 △58.8% |
| D. 돈이 막힌다 | 🟡 주의 | 현금·단기금융 174.9억이나 영업에서 연 78.5억 유출 — 약 2.2년치. CB 풋옵션 2026.04.21부터 |

자료: 감사보고서 제10기(삼정회계법인, 2026.03.18 · 별도), 제9기 사업보고서, R-Advisory by KONNECT

## 1. 원금이 줄어드는 길은 넷입니다

| 경로 | 무엇인가 | 이 회사의 현재 |
|---|---|---|
| **A. 사라진다** | **상장폐지·거래정지·실질심사로 주식 자체가 없어지거나 팔 수 없게 됩니다** | **🔴 미흡 — 계속사업손실 관리종목 유예가 2024년말 종료돼 2025년부터 지정이 가능하고, 주가 요건까지 −26.0%입니다** |
| **B. 물량이 쏟아진다** | **주식 수는 그대로인데 팔려고 나오는 물량만 늘어납니다** | **🔴 미흡 — 전환사채 60억원이 남아 있고, 발행주식수가 2025년 +56.5%에 이어 이후 +8.9% 더 늘었습니다** |
| **C. 흘러내린다** | **사건 없이 실적이 나빠져 장기간 하락합니다** | **🔴 미흡 — 4년 연속 영업손실이고 매출이 17.1% 줄었습니다** |
| **D. 돈이 막힌다** | **차입금 만기·담보 여력 소진·현금 고갈로 자금을 못 돌립니다** | **🟡 주의 — 현금 174.9억원이 있으나 영업에서 연 78.5억원이 나갑니다** |

**매출액과 영업손실 추이 (별도)**




자료: 감사보고서 제10기(삼정회계법인, 2026.03.18), R-Advisory by KONNECT

## 2. 지금 가장 급한 것 — 2025년부터 관리종목 지정이 가능해졌습니다

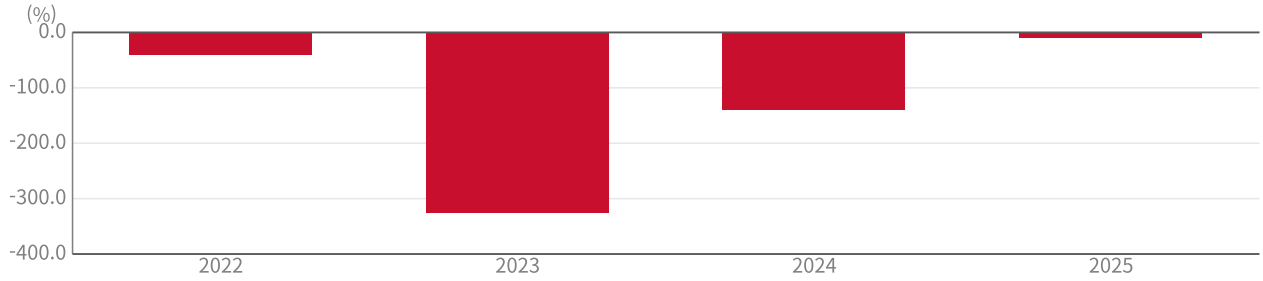
**회사가 직접 공시한 문장입니다.** 제9기 사업보고서 「특례상장기업 관리종목 지정유예 현황」에 이렇게 적혀 있습니다.

> 2023년말 이후 2개 사업연도가 추가 경과된 **2025년부터 동 요건에 따른 관리종목이 지정 가능**합니다.

**어떤 요건인가.** 「자기자본 50% 이상(10억원 이상)의 법인세차감전계속사업손실이 **최근 3년간 2회 이상** 발생하고, **최근 사업연도에도 세전손실이 발생**한 경우」입니다. 회사는 2020년 12월 기술성장기업 특례로 상장해 이 요건의 적용을 유예받아 왔고, **그 유예는 2024년 12월 31일로 끝났습니다. 회사 공시대로 2025년부터 이 요건에 따른 지정이 가능합니다.**

| 사업연도 | 세전손실 | 자기자본 | 비율 | 50% 초과 |
|---|---|---|---|---|
| 2022 | −141.4억 | 345.0억 | −40.9% | 미해당 |
| 2023 | −267.7억 | 82.1억 | −326.0% | 해당 |
| 2024 | −99.2억 | 70.8억 | −140.2% | 해당 |
| 2025 | −21.7억 | 225.6억 | −9.6% | 미해당 |

**세전손실 ÷ 자기자본 — 관리종목 요건 비율**




자료: 제9기 사업보고서, R-Advisory by KONNECT

**최근 3년(2023·2024·2025) 중 2회가 이미 해당하고, 2025년에도 세전손실이 났습니다.**

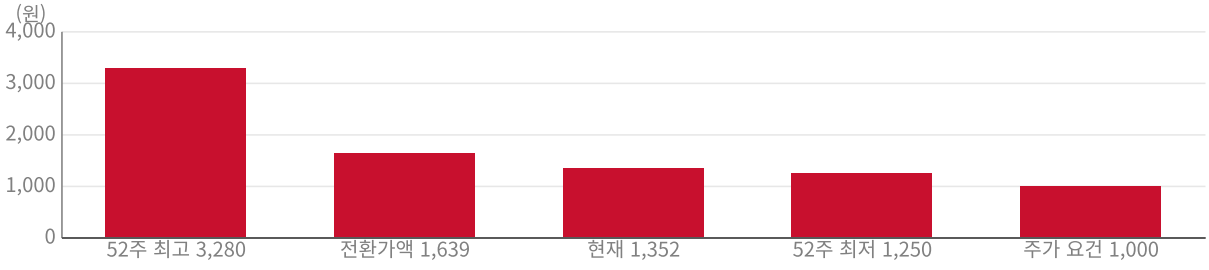
*주) 2022~2024년 수치는 회사 공시값(연결 기준)이고, 2025년 행과 「50% 초과」 판정은 본 문서 산출(2025년은 별도 기준)입니다.* ***어느 기준으로도 2023·2024년이 50%를 크게 넘는다는 사실은 바뀌지 않습니다.***

**그런데 2025년 비율이 −9.6%로 낮아진 데에는 두 가지가 함께 작용했습니다.** 유상증자 137.9억원이 **분모인 자기자본을 3.19배로 키웠고**, 보유 중이던 **타사 전환사채의 평가·처분이익 81.5억원**이 분자인 세전손실을 줄였습니다. 그 이익이 없었다면 **세전손실이 −103.2억원이 되고, 같은 금액만큼 결손금이 늘어 자기자본도 144.1억원으로 줄어듭니다.** 그 비율은 **−71.6%**로 **요건 문턱인 50%를 넘습니다.**

*주) 본 문서는* ***FY2025 사업보고서를 확보하지 못했습니다.*** *위 판정은 제9기 사업보고서의 유예 종료 고지와 제10기 감사보고서의 확정 수치를 결합한 것입니다.* ***확정 여부는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)의 「관리종목 지정 현황」과 FY2025 사업보고서의 같은 표에서 확인하십시오.*** *상장규정 조번호는 대조하지 않았습니다.*

**둘째로 급한 것 — 주가 요건까지 26%입니다.** 2026년 7월부터 적용되는 「30거래일 연속 1,000원 미만」 요건까지 현재가 1,352원 기준 **−26.0%**입니다. **52주 최저가가 1,250원이었으므로, 그 저점에서는 요건까지 −20.0%였습니다.** 52주 최고가 3,280원 대비 현재가는 −58.8%입니다.

**주가 구간과 전환가액**




자료: 공개 시세정보, R-Advisory by KONNECT

**셋째 — 본업은 4년째 손실입니다.** 별도 기준 영업손실은 2022년 −143.5억, 2023년 −189.0억, 2024년 −96.7억, 2025년 −100.3억입니다.

## 3. 상장유지 요건까지의 거리

**거리는 언제나 아래쪽으로 잽니다.** 요건은 값이 내려가서 걸리는 것이므로, 현재값이 기준 위에 있을 때 그것을 「기준의 몇 배」로 적으면 위험 정보가 아니라 없는 안심의 눈금이 됩니다. 아래 표는 **요건에 닿으려면 현재값이 몇 % 내려가야 하는가**만 적습니다.

### 표 P1. 상장유지 요건까지의 거리 *(하방 폭이 작은 순)*

| 요건 | 기준 | 현재값 | 요건에 닿으려면 | 신호 |
|---|---|---|---|---|
| **주가 ('26.7월~)** | **1,000원** | **1,352원** | **−26.0%** | 🟡 |
| 시가총액 ('27.1월~ 예정) | 300억원 | 569.9억원 | −47.4% (경계 주가 712원) | 🟢 |
| 시가총액 ('26.7월~) | 200억원 | 569.9억원 | −64.9% (경계 주가 474원) | 🟢 |
| 매출액 | 30억원 | 133.2억원 | −77.5% | 🟢 |
| 자본잠식 · 감사의견 · 지분분산 | — | — | **하락으로 닿는 요건이 아님** — 사유 발생 여부로 판정 | 🟢 |
| **계속사업손실 (§2)** | **—** | **—** | **하락으로 닿는 요건이 아님 — 유예 종료, 요건 접촉 가능** | 🔴 |

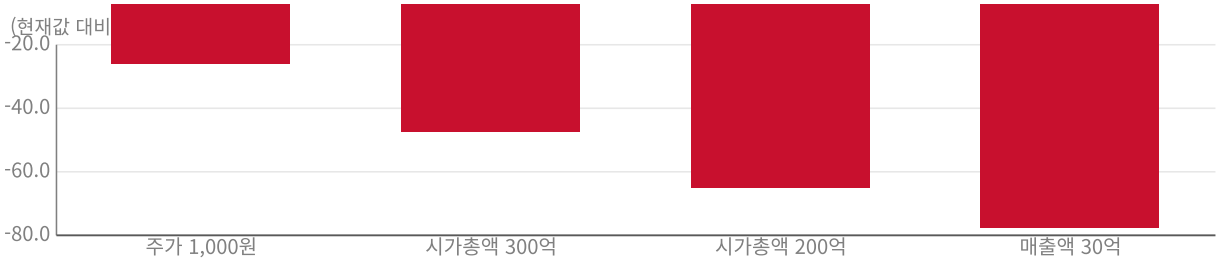
*주1) 주가·시가총액은 현재가 1,352원과 상장주식수 42,153,647주 기준이고, 매출액은 2025년 별도 기준입니다.*

*주2) 거리 = (기준값 ÷ 현재값 − 1) × 100. 값이 기준 위에 있으므로 언제나 음수입니다.*

*주3) 마지막 두 행은 값이 내려가서가 아니라 **사유가 발생해서** 걸리므로 거리를 적지 않습니다. 확인된 사실 — 감사의견 적정(삼정회계법인), 자본총계 225.6억원으로 자본잠식 없음(자본금 193.6억원). 계속사업손실 요건은 §2를 보십시오.*

*주4) **요건이 멀다는 것이 회사가 건전하다는 뜻은 아닙니다.** 시가총액·매출액 요건이 먼 것은 회사가 그만한 규모를 갖췄기 때문이고, 실제로 가까운 것은 §2의 사유형 요건입니다.*

### 상장유지 요건까지의 하방 거리




자료: 요건 기준은 2차 자료 · 주가 1,352원, R-Advisory by KONNECT

### 표 P2. 규정 근거와 확신도

| 항목 | 기준·시행일 | 출처 | 확신도 |
|---|---|---|---|
| 계속사업손실 요건과 유예 종료 | 2025년부터 지정 가능 | 제9기 사업보고서 회사 공시 | 1차 자료 — 다만 FY2025 반영본 미확보 |
| 주가 1,000원 | 2026.7월 시행 | 규정 개정 관련 2차 자료 | 해설 기준 — 조번호 확인 필요 |
| 시가총액 200억·300억원 | 2026.7월·2027.1월 | 규정 개정 관련 2차 자료 | 해설 기준 — 조번호 확인 필요 |
| 자본잠식 · 감사의견 · 지분분산 | 현행 | 코스닥시장 상장규정 | 해설 기준 — 조번호 확인 필요 |

**본 문서는 코스닥시장 상장규정 원문을 대조하지 못했습니다.** 기준값·시행일은 2차 자료에 근거하며 조번호를 확인하지 않았습니다.

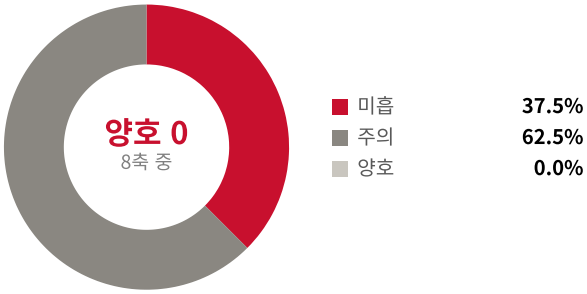
**연속 영업손실 — 제도가 다릅니다.** 연속 영업손실은 **투자주의환기종목 지정** 사유이며 관리종목 지정도 상장폐지 요건도 아닙니다(2차 자료 기준, 조번호 미확인). 제도가 다르므로 위 표에 넣지 않습니다. **다만 이 회사는 2022~2025년 4개 사업연도 연속 영업손실입니다.** 투자주의환기종목 지정 여부는 KIND에서 확인하십시오.

## 4. 위험 8축 판정

### 표 P3. 8축 판정

| 축 | 신호 | 핵심 근거 |
|---|---|---|
| **R1 존속** | 🟡 주의 | 감사의견 적정, 계속기업 관련 중요한 불확실성 기재 없음, 자본잠식 없음(자본총계 225.6억) · 그러나 **4년 연속 영업손실**, 영업활동현금흐름 2년 연속 음수(−49.9억 → −78.5억), 결손금 891.6억원이 자본잉여금 850.2억원을 초과 |
| **R2 유동성·상환** | 🟡 주의 | 현금및단기금융상품 174.9억원 · 유동비율 237.6% · 순차입금 −132.9억(순현금) · 그러나 **전환사채 30.3억원이 유동부채이며** 풋옵션이 2026.04.21부터 매 3개월 행사 가능 · 현금의 원천은 영업이 아니라 조달 196.7억원 |
| **R3 이익의 질** | 🔴 미흡 | 영업손실 −100.3억인데 순손실 −21.7억 · 차이 78.6억의 원천은 **타사 전환사채 평가이익 46.8억 + 처분이익 34.7억 = 81.5억** · 평가이익 46.8억은 **미실현** · 전기에는 채무면제이익 57.4억이 같은 자리를 채움 — **2년 연속, 서로 다른 일회성 항목이 영업손실을 덮음** |
| **R4 자산의 질** | 🟡 주의 | 당기손익-공정가치측정금융자산 76.3억원 중 **타사 발행 전환사채가 75.3억원(자산총계의 22.3%)** · 발행 회사·전환 조건·평가 투입변수는 감사보고서에서 확인되지 않음 · **종속기업 5곳 중 3곳(Alchera X·Alchera Labs·유스비)이 완전자본잠식으로** 취득원가 전액 손상처리, 세 회사 결손 합계 −58.4억원 · 매출채권및기타채권 37.0억원 |
| **R5 지배구조** | 🟡 주의 | 최대주주 황영규 대표이사 지분 **7.76%**(2025.12.31, 감사보고서 주석 1) — 2024년말 11.95%에서 하락했으나 **주식 수는 2,955,352 → 3,003,352주로 오히려 증가**, 원인은 매각이 아니라 유상증자에 따른 희석(발행주식총수 24,734,517 → 38,710,961주, +56.5%) · 2위 스노우㈜ 2,527,568주 6.53% · 2026년 중 3,442,686주(+8.9%) 추가 증가 |
| **R6 오버행·희석** | 🔴 미흡 | 전환사채 60억원(전환가 1,639원, 전환 시 3,660,768주 = 현재 상장주식수의 8.68%, 2025년말 발행주식총수 대비 9.46%), 전환청구 2026.04.21~2028.03.21 · **2025.12.31 이후 현재까지 발행주식수 3,442,686주(+8.9%) 증가** · 2026년 중 유상증자·전환우선주·전환사채 공시가 있었다고 전달받았으나 본 문서는 각 공시를 원문으로 대조하지 못함 · 관계형 위험 HIGH 0.2500 |
| **R7 규제·상장유지** | 🔴 미흡 | **계속사업손실 관리종목 유예가 2024년말 종료돼 2025년부터 지정 가능**(회사 공시) · 최근 3년 중 2회 요건 해당, 최근 사업연도에도 세전손실 발생 · 주가 요건까지 −26.0%, 52주 최저 1,250원 |
| **R8 사업·집중** | 🟡 주의 | 매출 160.6억 → 133.2억(**−17.1%**) · 주력 안면인식 89.5억 → 63.4억(**−29.1%**) · Data 71.1억 → 62.2억(−12.5%) · 상위 2개 부문이 매출의 94.3% |

### 위험 8축 판정 분포



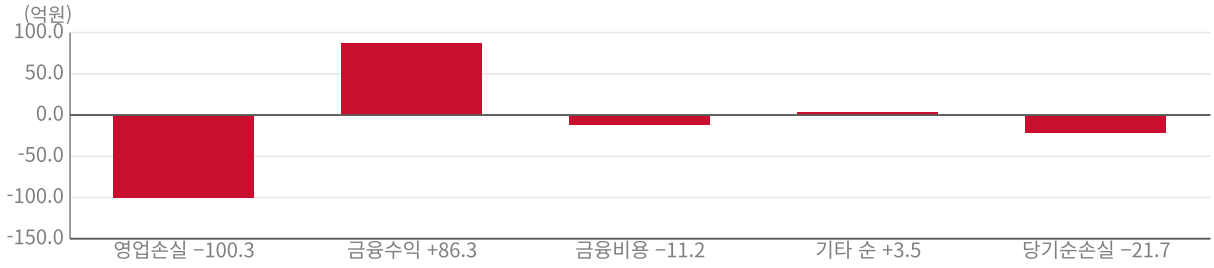

자료: 본 문서 §4, R-Advisory by KONNECT

## R3 — 이 문서에서 가장 무거운 항목

**손익계산서를 위에서 아래로 읽으면 회사가 둘로 갈라집니다.**

| (억원) | 2024 | 2025 |
|---|---|---|
| 영업수익 | 160.6 | 133.2 |
| **영업손실** | **−96.7** | **−100.3** |
| 금융수익 | 100.6 | 86.3 |
| — 금융자산 평가이익 | 18.5 | 46.8 |
| — 금융자산 처분이익 | - | 34.7 |
| — 채무면제이익 | 57.4 | - |
| 금융비용 | −87.5 | −11.2 |
| **당기순손실** | **−89.3** | **−21.7** |

**영업손실에서 순손실까지 (2025년)**




자료: 감사보고서 제10기(삼정회계법인, 2026.03.18), R-Advisory by KONNECT

**「순손실이 21.7억원뿐」이라고 읽으면 안 되는 이유가 이 표에 있습니다.** 본업에서 난 손실은 100.3억원이고, 그것을 줄여 준 것은 **회사가 투자한 다른 회사의 전환사채 값이 오른 것**입니다. 그중 46.8억원은 아직 팔지 않은 **평가이익**이어서 현금이 들어오지 않았고, 대상 회사의 사정이 바뀌면 **반대 방향으로도 움직입니다.**

**그리고 이 금액이 §2의 관리종목 요건과 직접 이어져 있습니다.** 이 81.5억원이 없었다면 세전손실 −103.2억원에 자기자본 144.1억원으로 **비율이 −71.6%가 되어 50% 문턱을 넘습니다.**

## 5. 원금이 줄어드는 네 가지 길 — 자세히

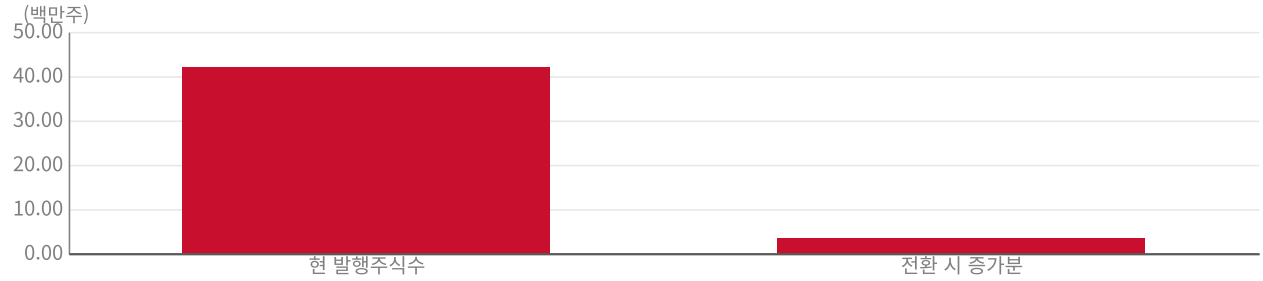
### 경로 A — 사라진다 🔴 미흡

- **지금 어디쯤인가** — **계속사업손실 관리종목 유예가 2024년말로 끝나 2025년부터 지정이 가능합니다**(→ §2). 값으로 재는 요건 중에서는 주가 1,000원 요건이 가장 가까워 **−26.0%**이며, 52주 최저가 1,250원 기준으로는 −20.0%였습니다.
- **무엇이 일어나면 진행되는가** — 계속사업손실 요건은 **값이 내려가서가 아니라 사유가 발생해서** 걸립니다. 이미 발생한 사유(2023·2024년 2회 + 2025년 세전손실)가 요건 문언을 채우는지가 관건이며, **판정 주체는 한국거래소입니다.**
- **어디서 확인하는가** — KRX 상장공시시스템(KIND)의 **「관리종목 지정 현황」**, DART **FY2025 사업보고서**의 「특례상장기업 관리종목 지정유예 현황」.

### 경로 B — 물량이 쏟아진다 🔴 미흡

- **지금 어디쯤인가** — 전환사채 60억원이 있고 전환가액은 **1,639원**입니다. 전액 전환되면 3,660,768주로 **현재 상장주식수의 8.68%**(2025년말 발행주식총수 대비 9.46%)입니다. 전환청구기간은 **2026.04.21~2028.03.21**입니다.
- **무엇이 일어나면 진행되는가** — 현재 주가 1,352원은 전환가액을 **17.5% 밑돌아** 지금은 전환 유인이 없습니다. **그러나 전환가액 조정 조항이 있습니다** — 시가를 하회하는 발행가액의 유상증자나 주식배당, 감자·주식병합 등이 있으면 전환가액이 내려갑니다. 조정되면 같은 60억원이 **더 많은 주식**으로 바뀝니다.
- **주식 수는 이미 늘고 있습니다** — 2025년 중 유상증자로 발행주식총수가 24,734,517주에서 38,710,961주로 **56.5%** 늘었고, **2025.12.31 이후 현재까지 3,442,686주(+8.9%)가 더 늘었습니다.** 2026년 중 유상증자·전환우선주·전환사채 관련 공시가 있었다고 전달받았으나, **각 건의 일자·규모·발행가·보호예수 조건은 본 문서가 원문으로 대조하지 못했습니다.**
- **어디서 확인하는가** — DART 「주요사항보고서(유상증자 결정·전환사채권 발행결정)」와 「증권발행실적보고서」, 「주식등의 대량보유상황보고서」.

**전환사채가 만드는 희석**




자료: 감사보고서 제10기 주석 19, R-Advisory by KONNECT

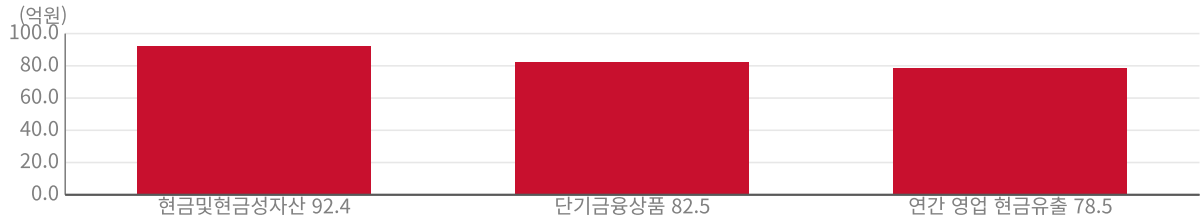
### 경로 C — 흘러내린다 🔴 미흡

- **지금 어디쯤인가** — **4년 연속 영업손실**입니다(2022 −143.5억 · 2023 −189.0억 · 2024 −96.7억 · 2025 −100.3억). FY2025에는 매출도 −17.1% 줄었고, 주력인 안면인식이 **−29.1%** 감소했습니다. 주가는 52주 최고 3,280원에서 1,352원으로 **−58.8%** 내려와 있습니다.
- **무엇이 일어나면 진행되는가** — ① 안면인식·Data 두 부문의 매출 감소가 이어지는 경우 ② 보유 중인 타사 전환사채의 평가액이 떨어져 금융수익이 사라지는 경우 ③ 영업활동 현금유출(연 78.5억원)이 유지되는 경우. **셋은 서로 독립적이며, ②는 손익을, ③은 잔고를 건드립니다.**
- **어디서 확인하는가** — DART 분기·반기보고서의 부문별 매출, 「주석 7 당기손익-공정가치측정금융자산」의 잔액과 평가손익, 현금흐름표의 영업활동 현금흐름.

### 경로 D — 돈이 막힌다 🟡 주의

- **지금 어디쯤인가** — 현금및현금성자산 92.4억원, 단기금융상품 82.5억원으로 합계 **174.9억원**입니다. 유동비율 237.6%, 순차입금은 −132.9억원(순현금)입니다. **다만 이 현금은 영업에서 나온 것이 아니라 유상증자 137.9억원과 전환사채 발행 58.8억원, 합계 196.7억원을 조달한 결과입니다.**
- **무엇이 일어나면 진행되는가** — 영업활동에서 FY2025에 **78.5억원**이 나갔습니다(전기 −49.9억원). 유출 속도가 유지되고 추가 조달이 없다면 174.9억원은 **약 2.2년치**입니다. 여기에 전환사채 풋옵션이 **2026년 4월 21일 및 이후 매 3개월**마다 행사 가능하며, 행사 시 액면에 **연 복리 6%**를 가산해 지급합니다. 액면 60억원에 연 복리 6%를 가산한 금액이 청구되면 현금 174.9억원의 **3분의 1 이상**이 빠져나가고, 그만큼 잔여 기간이 줄어듭니다.
- **어디서 확인하는가** — DART 「주석 19 전환사채 및 파생상품」의 조기상환청구권 조건, 분기보고서의 현금및현금성자산과 영업활동현금흐름.

**현금과 영업활동 현금유출**




자료: 감사보고서 제10기(삼정회계법인, 2026.03.18), R-Advisory by KONNECT

### + 희석 — 경로 B와 함께 보십시오

주식 수가 늘어나 같은 회사를 더 많은 사람이 나눠 갖게 되는 경우입니다. **이 회사는 오버행(경로 B)과 희석이 같은 사건에서 나옵니다** — 전환사채의 전환, 2026년 유상증자와 전환우선주 발행이 모두 주식 수를 늘립니다. FY2025에도 유상증자로 자본금이 123.7억원에서 193.6억원으로 늘었습니다.

## 6. 지표 읽기

**R-Index CEI 36.90** *(FY2025 · 동종업종 KSIC 58222 41사 중 **하위 26.8%**)*

- **무엇을 재는가** — 회사가 가진 자본으로 얼마나 효율적으로 성과를 냈는지를 같은 업종 기업들과 견주어 점수화한 지표입니다.
- **낮으면 무슨 뜻인가** — 투입된 자본에 비해 벌어들이는 힘이 동종 대비 약하다는 뜻입니다.
- **이것이 아닌 것** — **부도 가능성이나 상장폐지 가능성을 재는 지표가 아닙니다.** 이 문서가 §2·§3에서 다룬 상장유지 위험은 이 점수와 별개로 판단해야 합니다.

**ROE −14.64% (평균자본 기준 · 적자)**

- **무엇을 재는가** — 주주가 낸 돈(자기자본)으로 한 해에 얼마를 벌었는지를 보는 비율입니다. 음수는 **자본이 줄었다**는 뜻입니다.
- **무엇을 보아야 하는가** — 분모입니다. 이 회사는 FY2025 중 유상증자로 자본이 70.8억원 → 225.6억원으로 **3.19배**가 됐습니다. **기말 자본을 분모로 쓰면 −9.61%로 보이지만, 그 자본은 1년 내내 있던 돈이 아닙니다.** 평균자본을 쓰면 −14.64%입니다.
- **주의** — 어느 기준으로도 **음수**입니다. 자본을 늘려 비율을 낮출 수는 있어도 부호를 바꾸지는 못합니다.

*주) ROE는 당기순손실 ÷ 평균 자본총계 기준입니다.*

**PBR 2.53배**

- **무엇을 재는가** — 주가가 장부상 순자산의 몇 배에 형성되어 있는지를 보는 비율입니다.
- **무엇을 보아야 하는가** — **배수의 높낮이가 아니라 그 순자산이 무엇으로 채워져 있는지**입니다.
- **이 회사에서 확인할 것** — ① **자산총계 338.1억원의 22.3%(75.3억원)가 타사 발행 전환사채**라는 점 ② 결손금이 **891.6억원**으로 자본잉여금 850.2억원을 넘어섰다는 점 ③ 그 자본의 대부분이 FY2025 유상증자 137.9억원으로 들어왔다는 점 ④ **종속기업 5곳 중 3곳이 완전자본잠식**이라는 점. 전부 감사보고서 재무상태표와 주석 7·11·20·23에서 확인할 수 있습니다.

## 7. 오해하기 쉬운 것들

**표 P4. 잘못 읽히기 쉬운 지표**

| 지표 | 표면적으로 보이는 것 | 실제로 확인해야 하는 것 |
|---|---|---|
| **순손실 −21.7억** | 적자가 크게 줄었다 | **영업손실은 −100.3억. 차이는 타사 전환사채 평가·처분이익 81.5억** |
| **현금 174.9억** | 곳간이 두둑하다 | **영업이 아니라 조달 196.7억의 결과. 영업에서는 연 78.5억이 나감** |
| **부채비율 49.9%** | 빚이 적어 튼튼하다 | **빚이 준 게 아니라 자본을 3.19배로 늘린 결과. 전기 부채비율은 125.1%** |
| **감사의견 적정** | 안전하다 | **적정의견은 재무제표가 회계기준에 맞게 표시됐다는 뜻이며 사업이 잘 되고 있다는 뜻이 아닙니다. 핵심감사사항은 「영업수익의 기간귀속」 입니다** |
| **PBR 2.53배** | 시장이 높게 본다 | **자산의 22.3%가 타사 전환사채이고 결손금이 자본잉여금을 넘어섰습니다** |

### 「4년 연속 적자인데 왜 상장폐지가 안 됐나」

**보이는 것** — 2022년부터 2025년까지 4년 연속 영업손실인데 아직 관리종목이 아닙니다.

**실제 의미** — 이 회사는 **2020년 12월 기술성장기업 특례로 상장**했고, 그에 따라 매출액 요건과 계속사업손실 요건 모두 **지정유예**를 받아 왔습니다. 회사가 제9기 사업보고서에 적은 대로 매출액 요건 유예는 **2025년 12월 31일**에, 계속사업손실 요건 유예는 **2025년부터 지정 가능**한 상태로 각각 끝났습니다.

**확인할 것** — **유예가 끝났다는 사실과 실제로 지정된다는 사실은 다릅니다.** 판정은 한국거래소가 합니다. KIND의 「관리종목 지정 현황」과 FY2025 사업보고서의 같은 표에서 확인하십시오. 본 문서는 **FY2025 사업보고서를 확보하지 못했습니다.**

### 「전환가액이 주가보다 높으니 희석 걱정은 없다」

**보이는 것** — 전환사채 전환가액 1,639원, 현재 주가 1,352원. 전환하면 손해이므로 아무도 전환하지 않을 것 같습니다.

**실제 의미** — **전환가액에는 조정 조항이 있습니다.** 시가를 하회하는 발행가액으로 유상증자를 하거나 주식배당·준비금 자본전입을 하는 경우, 감자·주식병합이 있는 경우 전환가액이 조정됩니다. **2025.12.31 이후 발행주식수가 3,442,686주(+8.9%) 늘었고 2026년 중 유상증자·전환우선주 관련 공시가 있었다고 전달받았으므로, 조정 여부와 조정 후 가액을 확인해야 합니다** — 본 문서는 그 공시를 원문으로 대조하지 못했습니다. 또한 전환되지 않으면 **풋옵션**이 남습니다 — 2026년 4월 21일부터 매 3개월마다 액면에 연 복리 6%를 가산해 상환을 청구할 수 있습니다. **전환도 상환도 회사에는 부담입니다.**

**확인할 것** — DART 「전환사채권 발행결정」 공시의 정정본과 「전환가액의 조정」 공시입니다.

## 8. 확인되지 않는 것

**아래 항목은 「없다」가 아니라 「이 문서가 확인하지 못했다」입니다.**

| # | 항목 | 표기 | 어디서 확인할 수 있는가 |
|---|---|---|---|
| 1 | FY2025 사업보고서의 「특례상장기업 관리종목 지정유예 현황」 — FY2025 반영본 | 확인 필요 | DART FY2025 사업보고서 |
| 2 | 관리종목 실제 지정 여부 | 확인 필요 | KRX 상장공시시스템(KIND) 「관리종목 지정 현황」 |
| 3 | 보유 전환사채 75.3억원의 발행 회사·전환 조건·평가 투입변수 | 공시에서 확인되지 않습니다 | 감사보고서 주석 7은 금액만 기재 |
| 4 | 2026년 유상증자·전환우선주 각 건의 규모·발행가·보호예수 | 확인 필요 | DART 「주요사항보고서」·「증권발행실적보고서」 |
| 5 | 전환사채 전환가액의 조정 여부 | 확인 필요 | DART 「전환가액의 조정」 공시 |
| 6 | 2026년 1분기·반기 실적 | 확인 필요 | DART 분기·반기보고서 |
| 7 | FY2025 연결재무제표의 작성 여부와 내용 | 확인 필요 | 본 문서는 별도재무제표 감사보고서만 확보 (종속기업 5곳의 개별 재무상태는 주석 11-(2)에서 확인됨 → §4 R4) |
| 8 | 기업가치 제고 계획 공시 여부 | 확인 필요 | KIND 「기업가치 제고 계획」 |
| 9 | 코스닥 상장규정 조번호와 부칙 시행일 | 확인 필요 | 한국거래소 「코스닥시장 상장규정」 원문 |
| 10 | 최대주주 보유주식의 담보 제공 여부 | 확인 필요 | DART 「임원·주요주주 특정증권등 소유상황보고서」 |

**세 표기 모두 「위험이 없다」는 뜻이 아닙니다.** 이 목록의 길이가 곧 이 문서의 신뢰 구간이며, **1번이 비어 있다는 점이 이 문서의 가장 큰 제약입니다.**

## 9. 이 문서를 다시 봐야 하는 시점

| 트리거 | 무엇이 바뀌는가 |
|---|---|
| **FY2025 사업보고서 공시** | **§2·§3·§4 R5·R7 전면 재작성** |
| **KIND 관리종목 지정 현황 확인** | **§2의 「요건 접촉 가능」이 확정 또는 해소로 바뀝니다** |
| 주가가 1,000원 아래로 | §3 주가 요건의 카운트가 시작됩니다 |
| **전환가액 조정 공시** | **§5 경로 B의 희석 규모가 바뀝니다** |
| 전환사채 **풋옵션 행사** | §5 경로 D의 잔여 기간이 줄어듭니다 |
| 보유 전환사채의 **평가손익 반전** | §4 R3. 손익계산서 하단이 반대 방향으로 움직입니다 |
| 2026년 반기 **영업활동현금흐름** | §5 경로 D의 소진 속도 |

### 자료 원천

| 구분 | 원천 | 기준일 |
|---|---|---|
| 재무·주석 | 감사보고서 제10기 (삼정회계법인, 2026.03.18 · 별도) | 2025-12-31 |
| 주주현황 | 감사보고서 제10기 주석 1 | 2025-12-31 |
| 2022~2024 실적·관리종목 지정유예 현황 | 제9기 사업보고서 (2025.03.18) | 2024-12-31 |
| 2026년 조달 공시 | 발행사 전달 — **본 문서가 원문 대조하지 못함** | 2026년 |
| 주가·시가총액·52주 최고/최저·외국인 | 공개 시세정보 — 2차 자료 | 2026년 |
| R-Index 지수·위험지표·업종 중위 | R-Index 운영 DB | FY2025 |
| 상장유지 요건 | 언론·금융기관 해설 — 2차 자료 | 조회일 2026-08-30 |

## 10. 이 문서가 하지 않는 것

▪ 이 문서는 **투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않습니다.** ▪ 편입·보유·처분 여부와 보유 규모에 대한 판단이나 그 기준선을 제시하지 않습니다. ▪ **상장폐지 가능성을 확률로 제시하지 않습니다. 요건까지 남은 거리와 확인된 사유만** 적습니다. ▪ 「양호」는 「안전」이 아니라 **확인한 범위 안에서 그 사유가 발견되지 않았다**는 뜻입니다. ▪ 「공시에서 확인되지 않음」·「확인 필요」로 표기된 항목은 **위험이 없다는 뜻이 아닙니다.** ▪ 수치는 기준일 시점 자료에 근거하며 이후 변동될 수 있습니다.

**이 문서는 사라고도, 팔라고도 하지 않습니다. 판단은 읽는 분이 하십니다.**

R-Advisory by KONNECT · 대표애널리스트 박재준 · raymond@konnect-ai.net · https://index.konnect-ai.net

R – Advisory

BY KONNECT

**R-Advisory by KONNECT**

대표애널리스트 박재준
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net