R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

웰크론한텍 (076080, KOSDAQ)

PF 우발채무 해소와 북위례 799억원 신규 수주, 숫자로 남은 과제는 본업 현금흐름과 계열사 채권 회수

SUMMARY

1. 1994년 설립, 2008년 코스닥 상장한 에너지절감 플랜트·종합건설 기업
2. 농축·결정 설비와 혐기성 폐수처리 공급 이력, 점유율 30%는 회사 추정
3. 석탄발전 28기 LNG 전환(11차 전력수급기본계획), 발전 수처리 발주 근거
4. 해외 동종 GEA는 서비스 매출 40%·PER 22~24배, 동사 R&D 0.19%
5. 시화 PF 424.5억원 채무인수 면제, 8월 북위례 빌리지 799억원 수주
6. PBR 0.75배(1H26 자본 기준), 2019년 이후 무배당·자사주 2.31% 보유

이 리포트의 결론

2025년 순손실 434억원은 대부분 계열사 채권 손상과 PF(프로젝트 파이낸싱 대출) 보증 충당부채에서 나왔고, 2026년 상반기 순이익 165억원은 그 보증 충당부채 190억원의 환입에서 나왔다. 두 숫자 모두 본업의 실력을 보여주지 않는다. **보증 위험은 사라졌지만, 자기자본에 맞먹는 계열사 채권과 상장유지 기준선 근처의 주가가 남아 있다.** 동사를 읽는 기준은 「흑자 전환」이 아니라 영업현금흐름과 계열사 채권 회수가 숫자로 확인되는가라고 판단된다.

다음에 확인할 숫자

① 2026.11.16까지 제출될 3분기보고서의 영업활동현금흐름 부호(1H26 -130.6억원). ② 충당금 없이 남아 있는 웰크론로지스틱스 채권 160.3억원(1H26 자기자본의 53%)의 평가. ③ 주가와 동전주 기준선 1,000원의 거리(10.20 종가 기준 +1.0%)와 2027년 7월 시가총액 300억원 기준까지 부족한 72억원.

▶ AT A GLANCE

투자의견	**Not Rated**
목표주가	제시하지 않음
현재주가	1,010원 (26.10.20)
시가총액	228억원
발행주식수	22,594,156주
자기주식 (비율)	521,275주 (2.31%)
유동주식비율*	58.92%
52주 종가 최저/최고	790원 / 1,544원
3개월 일평균거래대금	0.74억원
자본금 / 액면가	113억원 / 500원
외국인지분율	1.69%
PBR / PSR	0.75배 / 0.15배
PER	N/A (적자)

시세는 2026.10.20 종가 기준(발행사 일별 종가 자료)입니다. 52주 최고·최저는 종가 기준(2026.01.28·06.02)이며 장중 기준은 1,761원·623원입니다. 거래대금은 61거래일 평균, 외국인지분율은 10.21 웹 시세입니다. PBR은 1H26 자본, PSR은 최근 12개월 매출 기준입니다. *유동주식비율은 최대주주 등·자사주 차감 추정치입니다

▶ 주주현황

(주)웰크론 외 7인	38.78%
ㄴ (주)웰크론	27.73%
자기주식	2.31%
소액주주 11,658명	59.67%

최대주주 등은 2026.09.01 기준(파이낸셜뉴스 2026.09.02 보도), 자기주식·소액주주는 2026.06.30 반기보고서 기준으로 기준일이 다릅니다

▶ 확인 일정

2026.11.16	3분기보고서 제출기한
2027.06.30	시가총액 200억원 기준 종료
2027.07	시가총액 300억원 기준 적용
2028.10	북위례 빌리지 공사 종료 예정

주가 1,000원 미만 30거래일 연속 시 관리종목 지정 기준은 2026.07.01부터 적용 중입니다

SUMMARY FINANCIAL DATA 연결, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	3,332.0	2,618.9	1,666.9	850.3	671.4
영업이익	12.2	19.5	-181.3	-15.5	28.6
영업이익률 (%)	0.4	0.7	-10.9	-1.8	4.3
지배주주순이익	-46.1	-66.8	-434.4	-78.9	164.7
EPS (원)	-210	-303	-1,968	-358	746
자본총계	637.9	573.0	136.7	-	303.6
영업활동현금흐름	-247.0	-85.1	148.7	-96.6	-130.6
부채비율 (%)	136.7	198.4	741.0	-	222.3
ROE (평잔, %)	-	-11.0	-122.4	-	74.8

자료: 전자공시 DART 2025 사업보고서·2026 반기보고서(연결), 독립리서치-R by KONNECT · 1H 열은 연율화하지 않음 · 1H26 순이익·ROE에 시화 PF 충당부채 환입 190.0억원 포함

1994년 설립, 2008년 코스닥 상장한 에너지절감 플랜트·종합건설 기업

마진노트 — 플랜트 설비 제작에서 출발 · 건설 비중이 커진 혼합형 EPC · 최대주주는 (주)웰크론

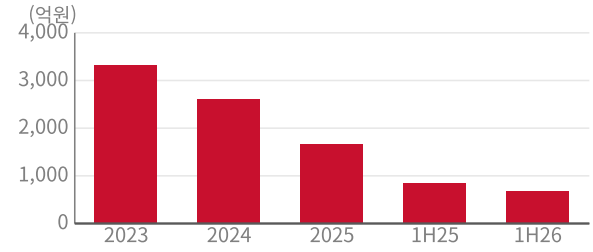
동사는 1994년 산업기계 제작 개인회사로 출발해 1995년 법인으로 전환했다. 2008년 7월 코스닥에 상장했고, 2010년 (주)웰크론이 최대주주가 됐다. 2012년 상호를 한텍엔지니어링에서 웰크론한텍으로 바꿨다. 사업은 플랜트, 에너지, 종합건설 세 부문이다. 플랜트 부문은 농축·결정·건조 설비, 식품·제약 공정 설비, 혐기성 폐수처리 설비를 만든다. 에너지 부문은 발전소 용수·폐수처리, 해수담수화, 폐기물 연료화 설비를 맡는다. 건설 부문은 업무·산업시설과 개발사업을 EPC(설계·조달·시공 일괄 수행) 방식으로 짓는다.

동사의 기술 축은 MVR(기계식 증기 재압축)과 TVR(열 증기 재압축) 같은 에너지절감 증발 설비다. 회사 측에 따르면 이 설비는 증발 공정의 에너지를 최대 94%까지 줄일 수 있는 것으로 파악된다. 수요처는 라이신·핵산 같은 바이오 소재, 전분당, 유가공, 이차전지 양극재·전구체 공정이다. 이차전지 쪽은 2016년 국내 양극재 결정화 설비, 2017년 중국 분리막 공정 용제회수 설비 공급으로 시작했다. 동사는 단순히 설비를 납품하는 제작사가 아니라 설계부터 시운전까지 맡는 공정 엔지니어링 회사로 출발했다. 다만 2023~2025년 매출의 절반 안팎을 건설 부문이 차지하면서, 현재 실적은 플랜트 회사보다 중소 건설사에 가까운 구조로 움직인다.

부문	2024	2025	1H26	1H26 비중
에너지절감 산업설비(농축·결정 등)	537.6	457.9	155.9	23.6
식품·제약 설비	207.9	196.1	108.2	16.4
환경설비	6.2	52.0	23.2	3.5
담수·에너지·발전 설비	417.4	249.0	119.6	18.1
종합건설	1,388.1	662.9	253.4	38.3
기타(임대 등)	6.8	6.0	1.5	0.2
합계(별도)	2,564.1	1,624.0	661.6	100.0

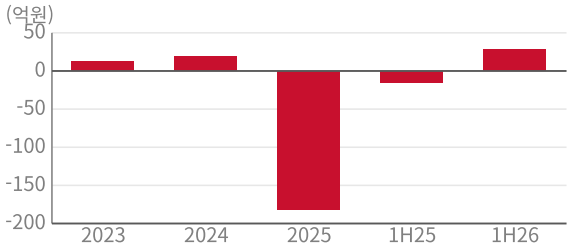
자료: 웰크론한텍 사업보고서·반기보고서 II-4 매출실적(지배회사 별도 기준), R-Advisory. 단위 억원, 비중 %. 연결 매출과는 종속회사·내부거래 조정만큼 차이가 난다.

매출액 추이 (연결)



자료: 전자공시 DART (연결), 독립리서치-R by KONNECT

영업이익 추이 (연결)



자료: 전자공시 DART (연결), 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2025년 매출 감소의 원인으로 신규 수주 감소를 든다. 이차전지 설비투자 순연과 건설경기 부진이 배경이라고 설명한다(2025 사업보고서 IV-2).
- **숫자기반 해석**:
  - 종합건설 매출은 1,388.1억원(2024)에서 662.9억원(2025)으로 52.2% 줄었다. 전사 감소분 940.1억원 중 725.2억원(77%)이다.
  - 에너지절감 산업설비 매출은 537.6억원에서 457.9억원으로 14.8% 줄어 감소 폭이 건설보다 작았다.
  - 식품·제약 설비 매출은 207.9억원(2024)에서 196.1억원(2025)으로 5.7% 줄어, 다섯 부문 중 감소 폭이 가장 작았다.
  - 보고부문은 「플랜트 및 건설」 1개뿐이라 부문별 영업이익은 공시되지 않는다. 어느 부문이 이익을 냈는지는 공시로 확인되지 않는다.

마진노트 — 손실의 원천은 사업 밖 · 계열사 채권과 시공 보증 · 본업도 흑자는 아님

이 리포트의 결론을 먼저 밝힌다. 동사의 2025년 순손실 434억원은 대부분 계열사 채권 손상과 PF 보증 충당부채에서 나왔다. 2026년 상반기 순이익 165억원은 그 보증 충당부채 190억원을 되돌린 환입에서 나왔다. 두 숫자 모두 본업의 실력을 보여주지 않는다. 본업만 보면 2025년에도 소폭 적자였고, 2026년 상반기 영업이익 29억원은 현금으로 들어오지 않았다. 보증 위험은 사라졌지만, 자기자본에 맞먹는 계열사 채권과 상장유지 기준선 근처의 주가가 남아 있다. 따라서 동사를 읽는 기준은 「흑자 전환」이 아니라 「영업현금흐름과 계열사 채권 회수가 숫자로 확인되는가」라고 판단된다.

작년 대규모 손실은 플랜트 본업이 아니라 계열사 채권과 시공 보증에서 나왔다

마진노트 — 대손·충당부채·손상이 손실 대부분 · 본업 영업손실은 소폭 · 손실 구조가 반복될 위험은 계열사에

동사의 2025년 연결 매출은 1,666.9억원(-36.3%, YoY), 영업손실은 181.3억원, 순손실은 434.4억원이다. 손실을 항목별로 나누면 구조가 드러난다. 첫째, 판매관리비 안의 대손상각비가 161.2억원이다. 회사는 이를 신재생 관련 관계기업에 대한 미회수 공사채권 손상으로 설명했다. 둘째, 영업외 비용으로 시화 MTV(멀티테크노밸리) 복합시설 PF 관련 기타충당부채 158.3억원이 잡혔다. 셋째, 관계기업 투자주식 손상 36.1억원, 지분법(관계회사 손익을 지분율만큼 반영) 손실 45.3억원, 기타의 대손상각비 43.1억원이 더해졌다. 이 다섯 항목의 합계는 444.0억원으로 세전손실 454.4억원의 98%다.

2025년 손실 항목	금액	성격	출처
대손상각비(판관비)	161.2	관계기업 미회수 공사채권 손상	주석 28, IV-2
기타충당부채 전입	158.3	시화 MTV PF 책임준공 미이행	주석 20·29
지분법손실	45.3	관계회사 손실 반영	주석 29
기타의 대손상각비	43.1	관계회사 대여금 손상	주석 29
관계기업 투자주식 손상	36.1	신재생 관계기업	주석 29
합계	444.0	세전손실(454.4)의 98%	-

자료: 웰크론한텍 2025 사업보고서 III-3 연결재무제표 주석, IV 이사의 경영진단, R-Advisory. 단위 억원.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2025년 손실을 관계기업 채권 손상과 시화 PF 충당부채라는 특정 사안으로 설명한다(2025 사업보고서 IV-2). 이 해석대로라면 손실은 반복되지 않는 성격이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 대손상각비 161.2억원을 되돌려도 2025년 영업이익은 -20.1억원으로 적자다. 매출총이익률이 2.9%(2025)로 판관비를 감당하지 못했다.
  - 손상의 상대방은 일회성 거래처가 아니다. 동사는 계열 관계회사 등 특수관계자에 2024년 301.2억원, 2025년 131.3억원의 제품매출을 올렸다(주석 35). 2024년 전사 매출의 11.5%다.
  - 관계회사 매출이 대금으로 회수되지 않아 장기매출채권과 대여금으로 남았고, 그 채권이 2025년 손상으로 돌아왔다. 과거 매출의 일부가 회수되지 않은 매출이었다는 뜻으로 해석될 수 있다.
  - 1H26에도 특수관계자 신규 대여 7.8억원(관계회사 3.9억원, 주석 35)과 기타의 대손상각비 10.8억원이 발생했다. 손실의 원천이 완전히 닫힌 것은 아니다.

상반기 흑자는 보증 충당부채 환입이 만든 것이며, 환입을 빼면 세전 기준 적자다

마진노트 — 영업이익은 두 분기 연속 흑자 · 순이익은 환입이 대부분 · 흑자 전환 서술은 이르다

동사는 1H26 매출 671.4억원(-21.0%, YoY), 영업이익 28.6억원(흑전, YoY), 순이익 164.7억원을 기록했다. 분기로 나누면 1Q26 영업이익 15.9억원, 2Q26 12.7억원으로 두 분기 연속 흑자다. 2Q26 매출은 358.4억원으로 전년 동기 대비 27.4% 늘었다. 매출총이익률은 4.1%에서 8.9%로 4.8%p 올랐다. 판관비는 50.2억원에서 31.1억원으로 줄었는데, 대손상각비가 14.6억원에서 1.0억원으로 줄어든 효과가 컸다.

순이익은 다른 이야기다. 2026년 6월 30일 대주단 전원이 시화 MTV 복합시설 대출채무 면제를 확인했다. 이에 따라 동사는 2025년 말 설정했던 기타충당부채 190.0억원을 전액 환입했다(주석 20). 반대 방향으로는 의료시설 신축공사 손해배상 1심 판결 등에 따른 소송충당부채 53.5억원이 비용으로 잡혔다. 환입 190.0억원을 빼면 1H26 세전이익은 161.4억원이 아니라 -28.6억원이다.

1H26 세전이익 구성	금액
영업이익	28.6
기타충당부채 환입(시화 MTV)	190.0
소송충당부채 전입	-53.5
지분법손실	-8.4
기타의 대손상각비	-10.8
금융손익·기타	15.5
세전이익	161.4
환입 제외 세전이익	-28.6

자료: 웰크론한텍 2026 반기보고서 연결 포괄손익계산서·주석 20·29·30, R-Advisory. 단위 억원. 금융손익·기타는 차감 잔액이다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 반기보고서에서 대주단의 대출채무 면제 확인으로 중첩적 채무인수 채무가 해소됐다고 기재했다(주석 20). 북위례 수주 보도에서는 「하반기 실적 개선에 최선」을 밝혔다(서플 2026.08.04 보도).
- **숫자기반 해석**:
  - 영업이익 흑자 전환은 사실이다. 1H25 -15.5억원에서 1H26 28.6억원으로 44.2억원 개선됐고, 개선분 중 13.6억원은 대손상각비 감소다.
  - 순이익 164.7억원 중 190.0억원이 환입이다. 순이익 기준 「흑자 전환」은 본업 실적으로 볼 수 없다.
  - PF 채무인수 위험 424.5억원(대출 잔액 기준)이 사라진 것은 실질적 위험 감소다. 다만 그 위험은 현금 지출 없이 소멸했으므로 현금이 늘어난 사건은 아니다.
  - 3분기 이후 영업이익이 같은 수준을 유지하는지는 아직 공시되지 않았다. 3분기보고서 법정 제출기한은 2026.11.16이다.

이익이 생겨도 현금은 빠져나가고 있다 — 선수금 소진이 운전자본을 누른다

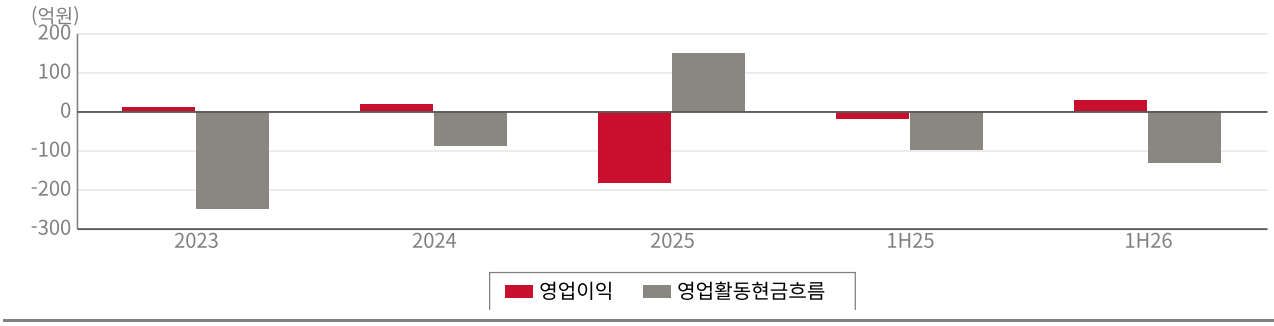
마진노트 — 영업이익 흑자인데 영업현금흐름 대규모 유출 · 선수금 감소와 판결금 지급 · 단기차입 의존 증가

1H26 영업활동현금흐름은 -130.6억원이다. 같은 기간 영업이익 28.6억원과 방향이 반대다. 가장 큰 원인은 기타유동부채 감소 135.3억원이다. 초과청구공사는 공사 진행보다 먼저 받아 둔 대금이다. 이 금액이 276.2억원(2025년 말)에서 146.5억원(1H26 말)으로 129.6억원 줄었다(주석 36). 충당부채 사용으로 58.0억원, 매입채무 감소로 40.1억원이 더 빠져나갔다. 매출채권 회수로 63.9억원이 들어왔지만 유출을 메우지 못했다.

연결, 억원	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업이익	12.2	19.5	-181.3	-15.5	28.6
영업활동현금흐름	-247.0	-85.1	148.7	-96.6	-130.6
현금성자산(기말)	112.9	147.6	134.0	-	25.2
단기차입금(기말)	0.0	290.0	171.0	-	201.0
초과청구공사(기말)	-	-	276.2	-	146.5

자료: 웰크론한텍 사업보고서·반기보고서 연결 현금흐름표·재무상태표·주석 36, R-Advisory. 현금성자산은 현금및현금성자산과 기타유동금융자산의 합이다.

영업이익과 영업활동현금흐름 (연결)



자료: 전자공시 DART (연결), 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 2025년에는 영업활동현금흐름이 148.7억원 유입으로 돌아섰다. 회사는 채권 회수로 매출채권이 284억원 줄었다고 밝혔다(2025 사업보고서 IV-3).
- **숫자기반 해석**:
  - 영업이익이 흑자였던 2023년(12.2억원)과 2024년(19.5억원), 1H26(28.6억원)에 영업활동현금흐름은 모두 유출이었다. 세 기간 유출 합계는 462.7억원이다.
  - 2025년 유입 148.7억원은 매출이 36% 줄면서 매출채권 203.2억원과 재고 128.4억원이 현금으로 바뀐 결과다. 사업 규모가 줄어드는 시기에 운전자본이 풀린 효과로 해석될 수 있다.
  - 1H26 말 현금성자산 25.2억원은 1년 안에 갚아야 할 단기차입금 201.0억원의 12%다. 이 중 70.0억원은 3개월 안에 만기가 온다(주석 3 유동성위험).
  - 미사용 여신 한도는 기업은행 회전대출 70억원, 일반자금대출 30억원 등이 남아 있다(XI-2). 차환 여력은 있으나 차입금 이자율이 4.4~6.1%다.

새 수주는 다시 건설 쪽으로 쏠렸고, 플랜트 회복은 아직 숫자로 확인되지 않는다

마진노트 — 상반기 신규 계약 절반 감소 · 8월 대형 건설 수주로 보충 · 플랜트 대형 수주는 공백

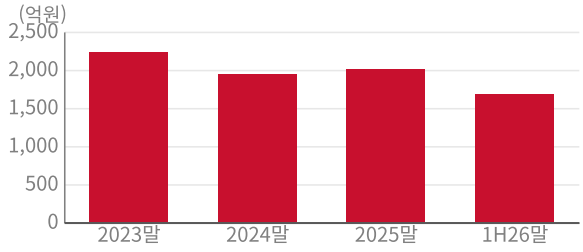
동사의 공사계약 잔액은 2023년 말 2,239억원, 2024년 말 1,944억원이었다. 2025년 말 2,014억원을 거쳐 1H26 말 1,685억원이 됐다. 1H26 신규 계약은 335.8억원으로 1H25(697.2억원)의 48%에 그쳤다. 잔액 1,685억원은 최근 12개월 매출 1,488억원의 1.1배다.

반기 이후 상황은 달라졌다. 동사는 2026년 8월 4일 KB골든라이프케어와 북위례 빌리지 신축공사 799억원 계약을 공시했다. 2025년 매출의 47.93%이고 공사기간은 2026.08~2028.10이다. 강화종합리조트 관광단지 조성공사도 9월 8일 409.2억원에서 423.6억원으로 증액됐다. 단순 합산하면 수주 공백은 상당 부분 메워졌다. 다만 두 계약 모두 건설 부문이다. 2025년 이후 공시된 1건당 400억원 이상 신규 계약 중 플랜트 계약은 없다.

주요 진행 계약(1H26 말)	부문	진행률	계약상 완성기한
에코프로머티리얼즈 열공정설비	플랜트	74.5%	2026.07
LS엠앤엠 열공정설비	플랜트	77.9%	2026.12
켐코 열공정설비	플랜트	78.8%	2026.12
GS건설 에너지 관련 설비	에너지	34.5%	2028.02
한국남부발전 에너지 관련 설비	에너지	36.5%	2026.10
한국중부발전 에너지 관련 설비	에너지	2.6%	2027.11
해강개발 강화종합리조트	건설	8.7%	2027.01
한국토지주택공사 건설공사	건설	0.2%	2029.02
KB골든라이프케어 북위례 빌리지(8월 신규)	건설	-	2028.10

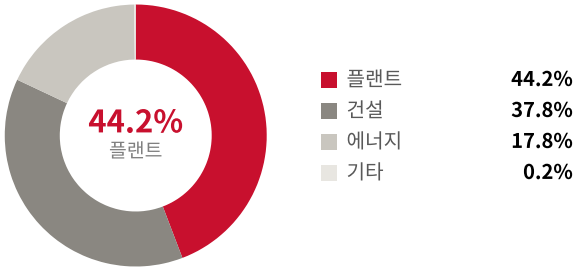
자료: 웰크론한텍 2026 반기보고서 주석 36, 2026.08.04 단일판매·공급계약 공시(머니투데이 보도), R-Advisory.

공사계약 잔액 (기말)



자료: 전자공시 DART 주석 36, 독립리서치-R by KONNECT

사업부문별 매출비중 (1H26 연결)



자료: 전자공시 DART 반기보고서 II-1, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 1분기 말 수주잔고 1,797억원에 북위례 계약을 더하면 약 2,596억원이라고 설명했다(2026.08.04 계약 공시 관련 회사 설명). 시니어 주거시설 시장 공략도 밝혔다(파이낸셜뉴스 2026.05.12 보도).
- **숫자기반 해석**:
  - 1H26 말 잔액 1,685억원에 북위례 799억원을 더하면 2,484억원으로 2023년 말(2,239억원)을 넘는다. 단, 3분기 매출 인식분은 아직 공시되지 않았다.
  - 이차전지 열공정설비 3건의 진행률이 74.5~78.8%다. 후속 대형 플랜트 수주가 없으면 2027년 플랜트 매출의 기반이 얇아진다.
  - 건설 부문 매출총이익률은 공시되지 않는다. 2023년 전사 매출총이익률 2.4%는 건설 매출이 컸던 해의 수익성을 보여준다.
  - 공사손실충당부채 잔액이 55.7억원(1H26 말)이다. 2025년 이전 계약에서 손실이 예상된다는 뜻이다(주석 20·36).

에너지절감 농축 설비의 이력은 길지만, 점유율 우위는 독립 자료로 확인되지 않는다

마진노트 — 32년 업력과 해외 기술제휴 · 점유율 30%는 회사 추정 · 연구개발 투자는 동종 대비 매우 낮음

동사가 내세우는 경쟁력은 네 가지다. 첫째, 32년 업력과 자체 공장(경기 화성, 제조시설 5,233㎡)이다. 둘째, 네덜란드 Paques사와의 기술 제휴로 2003년 이후 국내에 혐기성 폐수처리 설비 40건 이상을 공급했다고 밝힌다. 셋째, MVR 농축설비의 국내 시장 점유율을 30% 이상으로 추정한다. 넷째, 해수담수화 관련 특허 8건을 포함해 특허 10건을 보유한다.

검증 결과는 엇갈린다. MVR 국내 점유율 30%는 회사 추정 외에 독립 통계를 찾지 못했다. 글로벌 MVR 핵심장비 시장(QYResearch, 발간일 미표기, 2024년 3.39억달러)의 상위 10개사 명단에도 동사는 없다. 국내 혐기성 폐수처리 시장에는 다른 해외 기술을 들여온 국내 B사가 「국내 최다 실적」을 주장하고 있다(B사 홈페이지, 2026.10.22 열람). 특허 10건 중 9건은 2010~2014년 출원이며, 가장 최근 등록은 2020년이다. 연구개발비는 2025년 3.1억원(매출 대비 0.19%), 1H26 0.5억원(0.07%)이다.

항목	동사	해외 비교 기업 GEA Group	해외 비교 기업 Alfa Laval
서비스·애프터마켓 매출 비중	공시 없음	약 40%	약 31%
연구개발비 / 매출	0.19% (2025)	약 2.2%	약 2.5%
수익성(EBITDA(영업이익+감가상각비) 마진)	-9.8% (2025)	16.5% (조정)	17.7% (조정 영업이익률)
PER(2026.09~10 조회)	N/A (적자)	22.5~23.8배	28.3~40.4배(사이트별 상이)

자료: 웰크론한텍 사업보고서 II-6, GEA Group·Alfa Laval 2025 실적, companiesmarketcap(2026.09~10 조회), R-Advisory. 해외 기업 배수는 조회 사이트마다 차이가 있다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 MVR 농축설비 국내 점유율 30% 이상과 Paques 제휴 공급 40건 이상을 든다. 이를 근거로 기술·설계 경쟁우위를 주장한다(2026 반기보고서 II-7).
- **숫자기반 해석**:
  - 공급 실적은 확인된다. 2014년 남동발전 20억원, 2022년 파나마 Gatun 복합화력 수처리 계약이 있다. 2025년에는 남부발전 안동복합 2호기·함안복합 계약이 사업보고서에 기재돼 있다.
  - 점유율 30%는 2023년 언론 보도의 「추정」 표기가 가장 오래된 출처다. 산출 근거는 공시되지 않았다.
  - 글로벌 증발·결정화 설비 시장의 성장률 전망은 연 4.1%(2026~2036)~5.0%(2025~2030)다. 출처는 Meticulous Research(2026.01)와 MarketsandMarkets(2025.06)다. 고성장 시장은 아니다.
  - 해외 비교 기업의 높은 배수는 서비스 매출 30~40%와 16~18%대 마진에서 나온다. 동사는 이 두 조건을 공시 숫자로 갖추지 못했다.

산업 환경과 전망 — 발전 수처리는 정책이 받치지만, 배터리 소재 설비는 투자 축소 국면이다

마진노트 — 전방 세 갈래의 온도가 다름 · 발전 수처리는 계획 물량 존재 · 배터리 소재와 건설은 하방 위험

동사 수익성을 좌우하는 산업 변수는 다섯 가지다. 첫째, 국내 양극재·전구체 업체의 설비투자다. SNE리서치에 따르면 2026년 상반기 글로벌 전기차 양극재 적재량은 137.4만톤(+21.6%)이었다. 그러나 증가분은 LFP(리튬인산철) 계열에 몰렸다(비중 63.6%). 국내 주요 삼원계 업체 두 곳의 적재량은 3.7만톤→2.8만톤, 3.1만톤→2.4만톤으로 줄었다. 다른 국내 1사는 2.6만톤→4.0만톤으로 늘었다. 동사 고객인 에코프로머티리얼즈는 2025년 6월 신규 시설투자를 9,573억원에서 7,553억원으로 줄이고 기간을 늘렸다.

둘째, 발전공기업의 석탄→LNG 전환이다. 11차 전력수급기본계획(산업부 확정, 2025.02.21)은 석탄발전 28기(14.1GW)를 2036년까지 LNG로 전환한다. 12차 계획 초안(기후에너지환경부 토론회, 2026.09.18)은 27기 전환과 그중 19기의 2030년 내 전환을 담았다. 다만 전환 대상과 별개로 석탄 최대 10기를 안보 목적으로 남기는 안이 함께 논의돼, 석탄 퇴출 일정이 늦춰질 수 있다. 셋째, 건설 수주다. 한국건설산업연구원은 2026년 국내 건설수주를 240.8조원(+8.9%)으로 전망했고(2026.06.18), 한국건설경영협회는 266.6조원(+20.5%)으로 봤다(2026.06.24). 그러나 2026년 7월 수주는 전년 대비 30.6% 줄었고(건산연 9월 동향), KDI는 2026년 건설투자 증가율을 0%대로 봤다.

넷째, 산업폐수 처리 수요다. 국내 폐수 발생량은 2024년 하루 495.1만㎥로 전년 대비 2.9% 줄었다(e-나라지표, 2026.06 갱신). 반면 국내 폐수처리 서비스 시장은 2025~2030년 연 8.54% 성장이 전망된다(MarketsandMarkets, 2026.08). 다섯째, 폐기물 연료화 정책이다. 수도권 생활폐기물 직매립 금지는 2026.01.01 유예 없이 시행됐지만, 공공 소각시설 신설에는 통상 8~10년이 걸려 단기 수요는 기존 민간 소각장 위탁으로 흡수되고 있다(경향신문 2026.01.07 등 보도).

변수	현재 상태 (기준일)	2026년 이후 업계 전망	출처 (기관·발표일·자료명·시나리오)
전기차·양극재 수요	1H26 양극재 적재 +21.6%, LFP 비중 63.6%	2026년 전기차 판매 약 2,300만대(IEA) / +11%, 미국 -19%(BNEF, 2년 연속 하향)	SNE리서치 2026.08.11 · IEA Global EV Outlook 2026(2026.05.20) · BNEF EV Outlook 2026(2026.06.16, 하방)
리튬 가격	탄산리튬 156,060위안/톤, 2년 내 최고(2026.01)	한국 이차전지 수출 2026년 +6.8%	광저우선물거래소(Nasdaq 게재 2026.01.14) · 산업연구원 하반기 전망(2026.05.26, 상방)
석탄→LNG 전환	11차 계획 28기 14.1GW 확정	12차 초안 27기, 19기 2030년 내 / 석탄 최대 10기 존치 논의	산업부 2025.02.21 · 기후에너지환경부 토론회 2026.09.18(하방 포함)
국내 건설수주	2026.07 수주 -30.6%, YoY	2026년 240.8조원(+8.9%) ~ 266.6조원 (+20.5%) / 건설투자 0%대(2026), +2.7% (2027)	건산연 2026.06.18·2026.09.10 · 건설경영협회 2026.06.24 · KDI 2026.08.19(하방)
산업폐수·수처리	폐수 발생 495.1만㎥/일(2024, -2.9%)	한국 폐수처리 서비스 연 8.54%(2025~2030)	e-나라지표 2026.06.23 · MarketsandMarkets 2026.08

자료: 각 기관, R-Advisory. 기관 간 전망 범위를 그대로 병기했다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 전기차 둔화에도 ESS(에너지저장장치)용 LFP 배터리와 AI·로봇용 배터리 수요가 설비투자를 이어갈 것으로 보고, 친환경 규제 강화가 환경설비 수요를 키운다고 설명한다(2026 반기보고서 II-7).
- **숫자기반 해석**:
  - 1H26 말 진행 중인 이차전지 열공정설비 계약 3건은 모두 삼원계 양극재·전구체 업체 계약이다. 성장분이 몰린 LFP 공정의 공급 실적은 공시되지 않았다.
  - 회사는 2025년 매출 감소 사유로 2차전지 설비투자 순연을 기재했다. 같은 해 고객사 에코프로머티리얼즈는 시설투자를 2,020억원 줄였다(2025.06 공시). 이 축소가 동사 수주에 반영됐을 가능성이 있으나 인과는 공시로 확인되지 않는다.
  - LNG 전환 물량(11차 계획 28기)은 숫자로 존재하지만, 2026.09 남부발전 하동복합 사업에서 동사의 수처리 패키지 수주는 공시되지 않았다.
  - 직매립 금지의 신규 소각·연료화 플랜트 수요는 2027년 이후로 늦어지는 것으로 보도된다. 2026년 실적에 반영될 근거는 확인되지 않는다.

자기자본에 맞먹는 돈이 비상장 계열사에 묶여 있어, 장부상 자본을 그대로 믿기 어렵다

마진노트 — 계열사 채권이 자본의 1.2배 · 충당금 차감 후에도 자본의 75% · 최대 노출 물류 계열사는 충당금 없음

동사가 특수관계자에게 가진 채권은 1H26 말 353.4억원이다(주석 35). 같은 시점 자기자본 303.6억원보다 많다. 이미 설정된 대손충당금 126.4억원을 빼도 226.9억원으로 자기자본의 75%다. 가장 큰 노출은 지분 45.83%를 가진 관계회사 웰크론로지스틱스다. 장기대여금 148.4억원과 쌓인 미수이자 12.0억원을 합쳐 160.3억원이며, 이 채권에는 대손충당금이 설정돼 있지 않다.

웰크론로지스틱스는 2024년 7월 설립된 경기 이천의 창고·보관업 법인이다. 1H26 말 자산 706.8억원, 부채 674.0억원, 자본 32.8억원이며, 반기 매출 8.9억원에 순손실 18.3억원을 냈다(주석 11). 동사는 이천 이황리 물류센터 신축공사의 시공사였다(2025 사업보고서 XI-3, 2023.04 같은 현장 중대재해 기재). 뉴스토마토(2024.08.23)는 그룹이 임차인을 구하지 못한 이 물류센터를 693억원에 사들여 PF를 상환했다고 보도했다. 이 보도대로라면 시공사의 PF 우발채무가 관계회사 대여금과 지분으로 형태를 바꾼 것이다. 회사는 당시 「공시된 내용 이외에 답변할 내용이 없다」고 밝혔다.

특수관계자 채권(1H26 말)	관계	채권 총액	충당금	순액
웰크론로지스틱스(대여금·미수이자)	관계 45.83%	160.3	0.0	160.3
아리웰에너지(장기매출채권·대여금·미수이자)	관계 45.21%	96.5	69.0	27.5
동원에너지(대여금·미수이자)	관계 40.00%	51.4	33.5	17.9
이웰·이웰에너지(대여금·미수이자 등)	관계 50.00%	24.1	23.9	0.1
(주)웰크론(임차보증금)	최대주주	17.8	-	17.8
미래제주·웰크론헬스케어	기타 특수관계	3.2	0.0	3.2
합계	-	353.4	126.4	226.9

자료: 웰크론한텍 2026 반기보고서 주석 11·35, R-Advisory. 단위 억원. 소수점 반올림으로 합계가 맞지 않을 수 있다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 웰크론로지스틱스 지분 인수 목적을 「창고임대 사업」으로 기재했다(2025 사업보고서 XI). 임대 사업이 자리 잡으면 대여금은 임대료나 자산 매각으로 회수될 수 있다는 해석이 가능하다. 대여금에 충당금을 설정하지 않은 근거는 공시되지 않았다.
- **숫자기반 해석**:
  - 웰크론로지스틱스의 부채비율은 2,056%(674.0억원 ÷ 32.8억원)다. 자본은 2025년 말 51.1억원에서 반기 만에 32.8억원으로 줄었다.
  - 반기 매출 8.9억원으로는 부채 674.0억원의 이자를 감당하기 어렵다. 동사가 인식한 이자수익 3.3억원(1H26)은 미수이자로 그대로 쌓였다(8.7억원→12.0억원).
  - 2025년 동사 이자수익 12.1억원 중 9.8억원(81%)이 특수관계자 몫이다. 회수되지 않는 이자가 금융수익을 부풀리고 있다.
  - 로지스틱스 채권 160.3억원을 전액 손상하면 1H26 자기자본은 143.3억원이 된다. 이 경우 현재 시가총액 기준 PBR은 0.75배가 아니라 1.59배다.
  - 아리웰에너지에는 대여금 출자전환 뒤 손상이 반복됐고(2024년 17.5억원, 2025년 15.0억원 출자전환), 1H26에도 3.9억원이 새로 대여됐다.

주가는 상장유지 기준선 바로 위에 있다 — 낮은 PBR보다 기준선과의 거리가 더 중요하다

마진노트 — 동전주 기준과 시가총액 기준이 동시에 근접 · 법인세차감전손실 요건도 1회 해당 · 자사주 소각 시 시가총액 기준은 더 불리

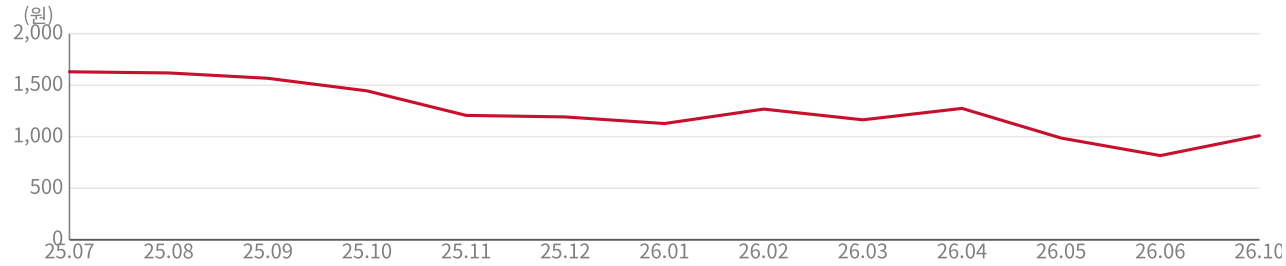
금융위원회와 한국거래소는 2026년 2월 상장폐지 개혁방안을 발표했다(비즈워치 2026.02.12 보도). 7월 1일부터 코스닥 시가총액 기준이 200억원으로 올랐고, 주가 1,000원 미만 종목도 상장폐지 대상에 포함됐다. 두 기준 모두 30거래일 연속 미달이면 관리종목, 이후 90거래일 중 45거래일 연속 회복하지 못하면 상장폐지다. 시가총액 300억원 기준은 당초 2027년 1월 적용 예정이었으나, 정부가 9월 4일 2027년 7월로 6개월 늦췄다(비즈워치 2026.09.04 보도).

동사 주가는 2026.10.20 종가 1,010원, 시가총액 228억원이다. 동전주 기준선 1,000원과의 차이는 1.0%다. 2026년 6월 월평균 주가는 817원, 최저 종가는 790원이었다(반기보고서 VII-4). 시가총액 200억원은 주가 885원, 300억원은 주가 1,328원에 해당한다. 현재가로는 2027년 7월 기준에 72억원(주가 기준 31.5%)이 부족하다. 일별 종가를 직접 세면, 1,000원 미만 종가는 5.12~7.06에 38거래일 이어졌다. 이 중 동전주 요건 시행일(7.01) 이후는 4거래일이다. 시행일 이후 가장 긴 연속 미달은 5거래일(8.04~8.10)이다. 기준일 현재 연속 미달은 0일이며, 최근 90거래일 중 미달일은 34일이다. 7.01 이후 종가 범위는 858~1,150원이다. 시가총액 200억원 미만은 7.02 하루(193.9억원)였다. 동사가 2026.08.13 관리종목 명단에 없었던 것은 시행일부터 세는 방식과 맞는다. 기산 방식은 상장규정 원문으로 확인할 필요가 있다.

상장유지 요건(코스닥)	기준	동사 현재	거리
주가(동전주)	1,000원 이상 (2026.07~)	1,010원	+1.0%
시가총액	200억원 (2026.07~2027.06)	228억원	+28억원
시가총액	300억원 (2027.07~)	228억원	-72억원
법인세차감전계속사업손실	최근 3년 중 2년, 자기자본 50% 초과	2025년 1회 해당(332%)	2026·2027년 중 1회 더 해당 시 관리종목
자본잠식(손실로 자본이 자본금 아래로 줄어든 상태)	잠식률 50% 미만	1H26 잠식 없음	해당 없음

자료: 금융위원회·한국거래소 상장폐지 개혁방안(비즈워치 2026.02.12 보도), 관계기관 합동 시장상황점검회의(비즈워치 2026.09.04 보도), 웰크론한텍 사업보고서, R-Advisory. 법인세차감전손실 비율은 세전손실 454.4억원 ÷ 기말 자기자본 137억원으로 계산했다.

월평균 주가 추이



자료: 반기보고서 VII-4 · 2026.10은 20일 종가, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 최대주주 (주)웰크론과 이영규 대표이사가 2026년 장내매수를 이어가 특수관계인 지분이 34.06%(2025년 말)에서 38.78%(2026.09.01)로 올랐다. 회사는 목적을 책임경영으로 밝혔다(파이낸셜뉴스 2026.09.02 보도).
- **숫자기반 해석**:
  - 공시된 매수 계획은 (주)웰크론 541,000주(계획 단가 830원), 이영규 대표 451,883주(975원)다(특정증권등 거래계획보고서). 계획 수량 기준 금액은 약 9억원이다. 2026.08.24에는 거래계획 철회보고서 1건이 제출됐으나 보고자와 철회 수량은 공시 검색 범위에서 확인되지 않았다.
  - 이 금액은 시가총액 300억원 기준까지 부족한 72억원의 12% 수준이다. 장내매수만으로 기준선 거리를 메우기는 어렵다.
  - 2025년 세전손실이 기말 자기자본의 332%였으므로, 2026년 또는 2027년에 자기자본 50%를 넘는 세전손실이 한 번 더 나면 관리종목 요건에 해당한다. 1H26은 세전이익이다.
  - 동사는 2020년 취득한 자사주 521,275주를 보유한다. 처분·소각 여부는 아직 정해지지 않았으나, 반기보고서 표상 소각기한은 2027년이고 보유처분계획서를 매년 주주총회 승인받을 계획이다(반기보고서 I-4). 상장주식수가 줄면 시가총액 기준선 주가가 885원에서 906원으로 높아진다.

장부상 배수는 낮아 보이지만, 그 장부의 절반이 회수가 불확실한 자산이다

마진노트 — PBR 0.75배 · 회수 불확실 채권과 이연법인세자산을 빼면 배수는 1배를 넘음 · 해외 동종과 비교는 성립하지 않음

현 시가총액 228억원은 1H26 말 자기자본 303.6억원의 0.75배, 최근 12개월 매출 1,488억원의 0.15배(PSR)다. 최근 12개월 순이익은 -190.7억원이라 PER은 산출되지 않는다. 사업 구조가 가장 비슷한 국내 상장 플랜트 EPC A사의 PBR은 1.05배, 플랜트·토건 혼합 구조의 C사는 0.24배다(alphasquare, 2026.09~10 조회). 적자 동종사의 PBR은 0.24~1.05배로 넓게 흩어져 있어 동종사 배수로 동사 위치를 판정하기 어렵다.

그러나 자본의 구성을 보면 해석이 달라진다. 자기자본 303.6억원 안에는 대손충당금이 없는 웰크론로지스틱스 채권 160.3억원과 이연법인세자산 80.4억원이 있다. 이연법인세자산은 향후 과세소득이 생겨야 회수되는 자산인데, 동사는 2023~2025년 3년 연속 세전손실이었다. 두 항목을 빼면 자본은 62.9억원이다. 이 리포트는 이 계산을 적정 가치로 제시하지 않는다. 낮은 PBR이 「싸다」는 뜻인지 「자본의 질이 낮다」는 뜻인지는 3분기보고서의 로지스틱스 채권 평가와 영업현금흐름으로 판단해야 한다고 판단된다.

자본 기준	금액(억원)	시가총액 228억원 대비 배수
1H26 말 자기자본	303.6	0.75배
로지스틱스 채권(160.3) 차감	143.3	1.59배
이연법인세자산(80.4)까지 차감	62.9	3.63배

자료: 웰크론한텍 2026 반기보고서, R-Advisory. 가치 산정 표가 아니며, 자본의 질을 보기 위한 감도 표다(Not Rated). 아래로 읽는 표다.

- **회사에 유리한 해석**: PF 채무인수 면제로 자기자본이 136.7억원에서 303.6억원으로 두 배 이상 늘었고 부채비율은 741%에서 222%로 낮아졌다(반기보고서 II-5). 재무구조가 정상 범위로 돌아오고 있다는 해석이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 자본 증가분 166.9억원은 환입 190.0억원보다 작다. 환입을 빼면 1H26 자본은 23.1억원 줄었다.
  - 해외 동종 GEA의 PER 22~24배는 서비스 매출 40%·EBITDA 마진 16.5% 위에 있다. 적자와 낮은 마진의 동사에 이 배수를 대입할 근거는 없다.
  - 동사 별도 기준 결손금은 133.1억원이다(1H26). 별도 자기자본 317.0억원이 자본금과 자본잉여금 합계 482.2억원보다 작아, 상법상 배당가능이익이 없는 상태로 판단된다. 배당과 자사주 매입 모두 당분간 재원이 없다.

리스크 요인

마진노트 — 상장유지 요건 근접 · 계열사 채권 손상 · 유동성 · 소송·제재·중대재해

① **상장유지 요건 근접.** 주가는 동전주 기준선(1,000원)보다 1.0% 위, 시가총액은 200억원 기준보다 28억원 위에 있다(2026.10.20 종가). 2026년 5~6월 월평균 주가는 987원과 817원으로 이미 기준선 아래였다. 30거래일 연속 1,000원 미만이 되면 관리종목으로 지정된다. 2027년 7월부터는 시가총액 300억원이 필요하며 현재가로는 72억원이 부족하다. 지정 자체가 수급에 부담이 되고, 기관 투자 대상에서 제외될 수 있다.

② **계열사 채권 손상.** 웰크론로지스틱스 채권 160.3억원은 충당금 없이 장부에 남아 있다. 차입자의 자본은 32.8억원, 부채비율은 2,056%다. 손상이 인식되면 그 해 세전손실이 커지고, 자기자본 50% 초과 세전손실 요건에 다시 해당할 수 있다. 1H26 자기자본 303.6억원의 50%는 151.8억원으로, 로지스틱스 채권 규모와 비슷하다. 또한 상법 제542조의9는 상장회사의 주요주주 등 특수관계인에 대한 신용공여를 원칙적으로 금지한다. 관계회사 대여가 시행령상 예외 요건을 갖췄는지는 공시로 확인되지 않는다.

③ **유동성.** 1H26 말 현금성자산 25.2억원에 단기차입금 201.0억원, 매입채무 195.0억원이 있다. 유동비율은 68.4%다. 공사 선수금이 줄면서 1H26 영업활동현금흐름이 -130.6억원이었다. 최대주주 (주)웰크론이 차입금 60억원에 지급보증을 제공하고 있다. 2025년 감사의견은 적정이며 계속기업(회사가 정상적으로 존속한다는 전제) 관련 중요한 불확실성 기재는 없다. 외부감사인은 2025년부터 지정감사인(이촌)에서 서현회계법인으로 바뀌었다. 신용평가사들의 고객 제출용 등급도 2026년에 한 단계씩 낮아졌다(고객 제출용 기업신용등급: NICE평가정보 BBB+→BBB0(BBB 등급 내 중간), 한국기업데이터 BB+→BB, 이크레더블 BB-→B+).

④ **소송·제재·중대재해.** 1H26 말 피고 소송 12건(소송가액 101.8억원)이 진행 중이며 소송충당부채는 11.2억원이다. 4월에는 의료시설 신축공사 손해배상 1심에서 42.1억원 판결(동사 책임비율 40%)을 받아 5월 이사회에서 지급을 결의했다. 9월에는 다른 손해배상 1심에서 7.88억원 지급 판결을 받았다(2026.09.18 공시). 2024년 6월에는 건설업 미등록 업체 하도급으로 토목건축사업 영업정지 5개월 처분을 받았다. 1심에서 패소해 항소했고, 집행정지 인용으로 판결 선고 30일 뒤까지 영업에는 영향이 없다. 확정되면 건설 부문 수주가 5개월간 막힌다. 2025년 2월 경주 현장에서 사망사고가 발생해 수사가 진행 중이다.

⑤ **지배구조.** 이사 7명 중 사내이사 5명, 독립이사 2명(28.6%)이며 이사회 내 위원회는 없다. 대표이사 이영규 회장, 사내이사 정성식·신정재가 최대주주 (주)웰크론의 대표·재무이사·사장을 겸직한다. 동사는 (주)웰크론에 연 약 10억원의 지급수수료를 낸다(2025년 10.5억원). 상장사인 동사의 소수주주(약 61%)가 비상장 계열사 손실을 지분율보다 크게 부담하는 구조일 가능성이 있다. (주)웰크론이 같은 계열사에 자금을 대여했는지는 공시로 확인되지 않는다.

투자 논거 정리 — 보증 위험은 걷혔고, 이제 남은 질문은 현금이다

> **마진노트** — 확인된 개선은 PF 위험 해소와 영업이익 · 확인되지 않은 것은 현금흐름과 채권 회수

동사에서 숫자로 확인된 개선은 두 가지다. 424.5억원 규모 PF 채무인수 위험이 2026년 6월 소멸했고, 영업이익이 두 분기 연속 흑자였다. 1H26 말 잔액에 8월 북위례 799억원을 단순 합산하면 2,484억원이다. 3분기 매출 인식 후 잔액은 아직 공시되지 않았다. 반면 확인되지 않은 것은 세 가지다. 영업이익이 현금으로 들어오는지, 계열사 채권 226.9억원(순액)이 회수되는지, 주가가 상장유지 기준선 위에서 유지되는지다. 투자자는 동사를 PF 위험이 사라진 저PBR 종목으로 읽기보다, 영업현금흐름과 계열사 채권 처리 결과를 분기마다 확인해야 하는 회복 초기 기업으로 읽을 필요가 있다고 판단된다. 2026.11.16까지 제출될 3분기보고서의 영업활동현금흐름과 웰크론로지스틱스 채권 평가에 주목할 필요가 있다.

구분	내용
사실	PF 채무인수 424.5억원 면제(2026.06.30), 1H26 영업이익 28.6억원, 북위례 799억원 수주(2026.08.04)
연결 구조	보증 위험 소멸 → 자본 회복 / 수주 잔액 회복 → 2027년까지 매출 기반 / 단, 이익의 현금화와 채권 회수가 전제

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 PF 채무 해소를 반기보고서에 기재했고, 대형 수주 뒤 「하반기 실적 개선에 최선」을 밝혔다(서플 2026.08.04 보도). 최대주주와 대표이사의 장내매수도 같은 방향의 신호로 제시된다.
- **숫자기반 해석**:
  - 영업이익이 흑자였던 3개 기간(2023·2024·1H26)의 영업활동현금흐름은 모두 유출이었고 합계 -462.7억원이다.
  - 계열사 채권 순액 226.9억원은 시가총액 228억원과 거의 같다.
  - 동전주 기준선과의 거리는 1.0%, 2027년 7월 시가총액 기준까지는 72억원이 부족하다.
  - 3분기 실적과 로지스틱스 채권 평가는 아직 공시되지 않았다. 2026.11.16 제출되는 3분기보고서에서 확인할 수 있다.

실적 · 재무제표

손익계산서

12월 결산 (억원)	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	3,332.0	2,618.9	1,666.9	850.3	671.4
매출원가	3,252.0	2,461.0	1,618.7	815.7	611.7
(매출원가율(%))	97.6	94.0	97.1	95.9	91.1
매출총이익	80.1	157.9	48.3	34.6	59.7
(매출총이익률(%))	2.4	6.0	2.9	4.1	8.9
판매비와 관리비	67.8	138.4	229.6	50.2	31.1
영업이익	12.2	19.5	-181.3	-15.5	28.6
(영업이익률(%))	0.4	0.7	-10.9	-1.8	4.3
EBITDA	-	36.6	-163.9	-7.1	38.1
(EBITDA 마진율(%))	-	1.4	-9.8	-0.8	5.7
영업외손익	-51.2	-93.8	-273.1	-63.8	132.8
(관계기업손익)	-	-23.6	-45.3	-15.8	-8.4
(금융수익)	24.9	10.0	19.0	10.9	13.5
(금융비용)	10.0	11.4	18.9	7.7	5.5
(기타)	-66.1	-68.9	-228.0	-51.2	133.2
법인세차감전순손익	-38.9	-74.4	-454.4	-79.3	161.4
(세전이익률(%))	-1.2	-2.8	-27.3	-9.3	24.0
(법인세비용)	7.1	-7.6	-20.1	-0.4	-3.3
(법인세율(%))	N/A	N/A	N/A	N/A	-2.1
계속사업손익	-46.1	-66.8	-434.4	-78.9	164.7
중단사업손익	-	-	-	-	-
당기순이익	-46.1	-66.8	-434.4	-78.9	164.7
(당기순이익률(%))	-1.4	-2.6	-26.1	-9.3	24.5
지배지분순이익	-46.1	-66.8	-434.4	-78.9	164.7
(지배순이익률(%))	-1.4	-2.6	-26.1	-9.3	24.5
비지배지분순이익	-	-	-	-	-
기타포괄이익	-2.7	1.8	-1.9	-0.2	2.2
포괄순이익	-48.8	-65.0	-436.3	-79.2	166.9

출처: 전자공시 DART, R-Advisory. EBITDA 2023은 감가상각비 미입수로 비워 두었다. 1H26 기타에는 시화 MTV 기타충당부채 환입 190.0억원이 포함돼 있다.

재무상태표

12월 결산 (억원)	2023	2024	2025	1H26
유동자산	1,137.9	1,141.7	611.3	451.5
(현금 및 현금성자산)	112.9	147.6	134.0	25.2
(매출채권 및 기타채권)	856.7	797.9	404.7	334.2
(재고자산)	9.3	44.1	0.0	3.1
(기타유동자산)	159.0	152.1	72.6	89.0
비유동자산	371.9	567.9	538.5	527.0
(유형자산)	139.9	134.7	129.5	126.8
(관계기업투자금)	52.5	91.7	23.4	15.0
(기타금융자산)	31.8	39.0	45.4	36.2
(기타비유동자산)	147.8	302.5	340.2	349.0
자산총계	1,509.8	1,709.6	1,149.8	978.5
유동부채	853.1	1,114.5	995.2	659.8
(매입채무 및 기타채무)	572.7	432.4	258.7	223.4
(단기차입금)	0.0	290.0	171.0	201.0
(유동성채무)	5.0	5.5	6.8	4.7
(기타유동부채)	275.4	386.6	558.7	230.7
비유동부채	18.7	22.1	17.9	15.2
(사채)	0.0	0.0	0.0	0.0
(장기차입금)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	871.9	1,136.6	1,013.1	674.9
지배지분	637.9	573.0	136.7	303.6
(자본금)	113.0	113.0	113.0	113.0
(자본잉여금)	396.7	396.7	396.7	396.7
(이익잉여금)	155.6	88.8	-345.6	-180.9
(기타자본변동)	-27.3	-25.5	-27.4	-25.2
비지배지분	-	-	-	-
자본총계	637.9	573.0	136.7	303.6
총차입금	7.2	299.0	179.3	206.5

출처: 전자공시 DART, R-Advisory. 현금 및 현금성자산은 기타유동금융자산을 포함한다. 기타비유동자산에는 장기매출채권·기타비유동채권(1H26 249.2억원)과 이연법인세자산(80.4억원)이 들어 있다. 기타유동부채는 계약부채·충당부채 등이다. 총차입금은 단기차입금과 리스부채의 합이다.

현금흐름표

12월 결산 (억원)	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동 현금흐름	-247.0	-85.1	148.7	-96.6	-130.6
당기순이익	-46.1	-66.8	-434.4	-78.9	164.7
비현금항목의 가감	92.3	171.0	487.8	92.9	-120.0
(감가상각비)	-	17.2	17.5	8.5	9.5
(외환손익)	-	-4.6	0.4	2.2	-2.0
(지분법평가손익)	-	23.6	45.3	15.8	8.4
(기타)	-	134.8	424.6	66.4	-135.9
영업활동 자산부채변동	-294.5	-176.2	123.6	-95.5	-183.5
기타 현금흐름	1.2	-13.1	-28.4	-15.0	8.2
투자활동 현금흐름	132.3	-152.4	-71.8	-15.9	55.2
투자자산 감소(증가)	-	-	-	-	-
유·무형자산 처분(취득)	-1.7	0.6	7.9	-0.5	-0.1
기타	134.0	-153.0	-79.7	-15.4	55.3
재무활동 현금흐름	-44.1	281.0	-128.1	5.6	24.5
단기차입금의 증가(감소)	0.0	290.0	-119.0	10.0	30.0
단기사채	-	-	-	-	-
장기차입금의 증가(감소)	-	-	-	-	-
장기사채	-35.0	-	-	-	-
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-9.1	-9.0	-9.1	-4.4	-5.5
현금의 증감	-158.7	43.5	-51.2	-106.9	-50.9
NOPLAT(세후영업이익)	9.5	15.2	-181.3	-15.5	22.3
FCF(잉여현금흐름)	-249.5	-86.1	148.1	-97.1	-130.7

출처: 전자공시 DART, R-Advisory. 현금의 증감은 환율변동효과를 제외한 값이다. 2023 장기사채는 전환사채 상환이다. NOPLAT은 영업이익 × (1 – 22%) 단순 가정이며 영업손실 연도는 영업이익을 그대로 두었다. FCF는 영업활동현금흐름 – 유·무형자산 취득 – 배당이다. 투자활동 세부 중 투자자산 증감은 금융상품 취득·처분과 대여금이 섞여 「기타」에 합산했다.

주요지표

12월 결산	2023	2024	2025	1H26
[주당지표]				
EPS(원)	-210	-303	-1,968	746
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
BPS(원)	2,823	2,536	605	1,344
PBR(배)	-	-	-	0.75
EBITDA/Share(원)	-	162	-725	168
EV/EBITDA(배)	-	-	N/A	N/A
SPS(주당매출액, 원)	14,747	11,591	7,378	2,972
PSR(배)	-	-	-	0.15
CFPS(주당영업현금흐름, 원)	-1,093	-377	658	-578
DPS(원)	0	0	0	0
성장성(%, YoY)				
매출액 증가율	-	-21.4	-36.3	-21.0
영업이익 증가율	-	59.1	적전	흑전
순이익 증가율	-	적지	적지	흑전
EPS 증가율	-	적지	적지	흑전
수익성(%)				
ROIC(투하자본이익률)	-	-	-	-
ROA	-	-4.2	-30.4	15.5
ROE	-	-11.0	-122.4	74.8
안정성(%)				
유동비율	133.4	102.4	61.4	68.4
부채비율	136.7	198.4	741.0	222.3
이자보상배율(배)	-	3.2	-12.4	5.6

출처: 전자공시 DART, R-Advisory. 주당지표는 발행주식총수 22,594,156주(EPS는 공시 가중평균 기준). 1H26 열은 반기 실적이며 연율화하지 않았다. 1H26 PSR은 최근 12개월 매출 1,488.1억원 기준, PBR은 2026.10.20 종가(1,010원) 기준이다. ROA·ROE는 평균 자산·자본 기준이다. 이자보상배율은 영업이익 ÷ 현금 이자지급액이다. ROIC는 투하자본 산정에 필요한 영업자산 분해가 공시되지 않아 산출하지 않았다. 1H26 ROE·ROA에는 일회성 환입 190.0억원이 포함돼 있다.

기업가치 제고 진단

자본비용과 Equity Spread(D1) — 2025년 연결 기준

동사의 자기자본비용(COE)은 자본자산가격결정모형(CAPM)으로 COE = Rf + β × ERP = 3.822% + 0.3874 × 7.0% = 6.53%다.

변수	값	출처 · 기준일
Rf(무위험수익률)	3.822%	국고채 3년, 한국은행 ECOS 817Y002 · 2026.10.21
β(베타)	0.3874	KSIC 41(종합 건설업) 상장사 17사 중위 · 2026.10.16
ERP(시장위험프리미엄)	7.0%	발행사 정책 상수(자체 설정)
COE(자기자본비용)	6.53%	위 세 값으로 산출

자료: 발행사 산출 자료(2026.10.22 수령), R-Advisory. 동사의 KSIC 세분류는 411(건물 건설업)이다. 개별 베타 0.2375(최근 252거래일, 결정계수 R^2 0.040)는 쓰지 않았다. 3개월 일평균 거래대금이 0.74억원(시장 하위 21.7%)으로 거래가 얇으면 개별 베타가 0 쪽으로 눌리기 때문이다. ERP 감도: 5% → COE 5.76%, 6% → 6.15%, 8% → 6.92%.

연결, 기말 자본 기준	2023	2024	2025
지배주주 순이익(억원)	-46.1	-66.8	-434.4
기말 지배주주지분(억원)	637.9	573.0	136.7
ROE(기말 자본 기준)	-7.22%	-11.66%	-317.75%
COE	-	-	6.53%
Equity Spread(ROE − COE)	음(-)	음(-)	-324.28%p

자료: DART 사업보고서(정본 재무제표), 발행사 산출 자료, R-Advisory. 이 표의 ROE는 기말 자본 기준이라 실적표·D2의 평균 자본 기준 ROE(-11.0%~-122.4%)와 다르다. 2023·2024년 COE는 각 연도 말 Rf·β를 확보하지 못해 산출하지 않았다. 다만 두 해 모두 ROE가 음(-)이라, 자본비용이 양(+)인 한 Spread의 부호는 바뀌지 않는다. 2025년 경제적 손익(Spread × 기말 자본)은 -443.3억원이다. 1H26은 반기 값이고 충당부채 환입 190.0억원이 들어 있어 넣지 않았다.

동사의 자본비용은 약 6.5%다. 2023~2025년 3년 내내 ROE가 이 선 아래에 있었고, ROE가 자본비용을 넘어선 교차점은 없다. 2025년 Spread -324.28%p는 순이익률 -26.1%와 줄어든 자본(136.7억원)이 함께 만든 값이다. Spread를 양(+)으로 돌리는 첫 구성요소는 레버리지나 회전율이 아니라 순이익률의 부호다(D2).

- **회사에 유리한 해석**: 1H26 말 자기자본이 303.6억원으로 늘어 같은 손익이면 ROE 분모가 2배 넘게 커진다. 업종 베타가 0.39로 낮아 자본비용 자체가 낮은 편이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 자본비용이 낮다는 것은 넘어야 할 선이 낮다는 뜻이지만, 동사는 3년 동안 그 선을 한 번도 넘지 못했다.
  - 베타 0.39는 17사 중위값이다. 표본이 작아 ERP 1%p 변화보다 베타 표본 구성이 COE를 더 크게 흔들 수 있다.

ROE 3분해(D2) — 2025년 연결 기준

ROE 3분해 (2025년 연결)

ROE (2025)	=	순이익률	×	자산회전율	×	재무레버리지
-122.4%		-26.1%		116.6%		402.9%
연결 · 지배지분 평잔		개선고려		유지		개선고려

자료: 전자공시 DART, 자체 계산(자산회전율·레버리지는 기초·기말 평균), 독립리서치-R by KONNECT

2025년 ROE는 순이익률 -26.1%에서 결정됐다. 재무레버리지 402.9%는 자본이 손실로 줄어든 결과이며 부채를 늘린 결과가 아니다. 순이익률을 양(+)으로 돌리는 것이 먼저이고, 레버리지는 자본 회복으로 낮춰야 하는 요소다. 1H26 자본 증가로 레버리지는 322.3%(자산 978.5억원 ÷ 자본 303.6억원, 기말 기준)로 낮아졌다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 2025년 순손실의 원인을 관계기업 손상과 시화 PF 충당부채로 기재했다(2025 사업보고서 IV-2). 이 해석대로라면 ROE 하락은 일회성 요인의 결과다.
- **숫자기반 해석**:
  - 2024년 ROE도 -11.0%였다(순이익률 -2.6%). 대규모 손상이 없던 해에도 자본비용을 넘는 ROE는 나오지 않았다.
  - 2023~2025년 매출총이익률은 2.4~6.0%다. 자산회전율 116.6%로는 이 마진에서 의미 있는 ROE가 나오지 않는다.

업종 벤치마크 대비 신호등(D3) — 산업재(코스닥)

* 원천: valueup-benchmark-diagnosis / 판정 기준일 2026.10.22(시장 데이터 2026.10.20 종가 1,010원) / 재무 기준 FY2025(연결)

* 판정: 🟢 두 기준선 중 높은 쪽 이상 / 🟡 두 기준선 사이 / 🔴 낮은 쪽 미만 / ⚪ 기준선 없음·산출불가

지표	동사	업종 목표선	업종 실적선	판정
ROE	-122.41%	14.2%	5.8%	🔴 위험
PBR	1.67배	1.6배	1.1배	🟢 양호
COE(자기자본비용)	-73.30%	9.0%	-	⚪ 참고
Equity Spread(ROE − COE)	-131.41%p	0.0%p	0.0%p	🔴 위험
배당성향	산출불가	35%	37.4%	⚪ 산출불가
주주환원율	산출불가	39%	37.4%	⚪ 산출불가
배당수익률	0.0%	-	-	⚪ 참고
TSR(총주주수익률) 1년	-32.58%	25%	-	🔴 위험
매출액 연평균 증가율(2023~2025)	-29.27%	-	-	⚪ 참고
영업이익 연평균 증가율	산출불가	-	-	⚪ 산출불가
영업이익률	-10.88%	-	-	⚪ 참고

* 스킬 종합판정: 위험(하드룰 발동). 판정분포 위험 3 / 주의 0 / 양호 1 / 산출불가 3 / 참고 4. 업종 표본 41개사.

* 하드룰: 당기순손실로 ROE가 음(-)이어서 Equity Spread는 자동으로 자본비용 미달이며, 배당성향·주주환원율은 분모가 음수라 산출불가로 처리됐다.

* Equity Spread의 판정 기준 자본비용은 업종 도출 COE 9.0%(백서 p.40)다. COE 행의 -73.30%는 내재 자본비용(ROE ÷ PBR, g=0 가정)으로 참고값이며 판정에 쓰지 않는다. 동사 고유의 외생 자본비용(업종 베타 기반, 6.53%)은 D1에 따로 실었다. 두 COE는 용도가 다르다.

* 주주환원율 실적선 37.4%는 시장 배당성향 대용치다(백서에 주주환원율 실적 벤치마크 없음). TSR·매출 성장률·영업이익률은 백서 실적 벤치마크가 없어 목표선만 대조하거나 참고로 표기했다.

* PBR 1.67배는 FY2025 말 자본(136.7억원) 기준이다. 1H26 말 자본(303.6억원) 기준으로는 0.75배이며, 이 경우 업종 실적선 1.1배 미만이다. 1H26 자본 증가분(166.9억원)은 일회성 환입(190.0억원)보다 작다.

* TSR은 1년 전 주가 1,498원(주달, 2026.10.22 조회)과 2026.10.20 종가 1,010원으로 계산한 주가수익률 -32.58%에 배당 0원을 반영한 값이다.

목표 레인지 (스킬 산출, 중기 3년)

ROE	현재 -122.4%와 업종 목표 14.2%의 갭이 136.6%p로 10%p를 넘어, 중기 -54.1% → 장기 14.2%의 2단계 제시를 권고
PBR	목표 PBR 상한 = 목표 ROE 14.2% ÷ 업종 도출 COE 9.0% = 1.58배 (업종 범위 0.6~3.0배)
주주환원율	업종 목표 평균 39%(배당성향 35%). 누적 순이익이 음(-)이어서 여력 검증 불가
참고	산업재 업종에서 PBR 목표를 제시한 기업은 17%

자료: valueup-benchmark-diagnosis, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 반기보고서에서 부채비율이 741.04%에서 222.32%로 낮아졌다고 기재했다(II-5 자본위험관리). FY2025 말 자본 기준 PBR은 1.67배로 업종 목표선을 넘는다.
- **숫자기반 해석**:
  - 그 PBR은 자본이 136.7억원까지 줄어든 시점의 값이다. 같은 주가로 1H26 자본을 쓰면 0.75배로 업종 실적선 1.1배보다 낮다.
  - ROE -122.41%는 업종 실적선 5.8%와 128%p 차이다. 업종 도출 자본비용 9.0% 기준 Equity Spread는 -131.41%p다.

주주환원 설계 유형(D4)

주주환원 설계 유형 판정

3년 누적 FCF	-187.4억원 (2023~2025)
3년 누적 순이익	-547.3억원 — 음(-)이므로 비율형 목표가 정의되지 않음
권고 유형	③ 재무성과 조건부(Trigger)형
권고 산식 예	별도 결손금 해소 및 연결 영업활동현금흐름 2개 연도 연속 양(+) 확인 후 배당 재개 검토

자료: 전자공시 DART, 자체 계산, 독립리서치-R by KONNECT

동사는 2019년 이후 배당을 하지 않았다. 별도 결손금 133.1억원으로 상법상 배당가능이익이 없는 상태로 판단된다. 비용이 들지 않는 조치로는 정관상 결산배당 기준일을 배당액 결정 이후로 정할 수 있는 조항이 이미 있다(2025 사업보고서 III-6). 자사주 521,275주(2.31%)는 소각기한을 2027년으로 적고, 보유처분계획서를 매년 주주총회 승인받겠다고 공시했다(반기보고서 I-4). 개정 상법상 처리 계획 확정 시 소각 비율과 잔여분 용도를 밝히는 것이 주주 소통의 출발이 된다.

* 자료: 전자공시 DART, `valueup-benchmark-diagnosis` 목표 레인지, R-Advisory.

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 경영성과·투자계획·현금흐름을 고려해 균형 있게 배당하겠다는 방향을 밝혔다(2025 사업보고서 III-6).
- **숫자기반 해석**:
  - 3년 누적 FCF -187.4억원, 누적 순이익 -547.3억원이다. 현 단계의 환원 재원은 없다.
  - 별도 자기자본 317.0억원은 자본금·자본잉여금 합계 482.2억원보다 165.2억원 작다.

KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단(D5)

* 공시 이력 확인: **D 미확인** (2026.10.22 기준)
* 판정 근거: 2025 사업보고서·2026 반기보고서
* 기업가치 제고 계획 공시 여부는 본 리포트 작성 시점에 확인되지 않았습니다. 사업보고서·반기보고서 본문에서 관련 기재는 찾지 못했습니다.

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	—	정기보고서에 자본효율 진단 기재 없음
②	자본비용 등 분석	—	자본비용 산출 기재 없음
③	중장기 계량적 목표설정	—	계량 목표 없음
④	종합적 분석을 통한 목표설정	—	해당 기재 없음
⑤	구체적·합리적 계획수립	—	해당 기재 없음
⑥	임직원 인센티브 연계	—	해당 기재 없음
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	—	해당 기재 없음
⑧	이행평가 결과 반영	—	해당 기재 없음
⑨	경영진 소통 참여	—	해당 기재 없음
⑩	적극적인 소통정책	—	IR 개최 기재 확인되지 않음
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	—	해당 기재 없음
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	—	목표·일정 기재 없음(참고: 결산배당 기준일 정관 조항 있음, 독립이사 28.6%, 위원회 없음)

자체 판정 점수(스킬 산출): 0/24점. 사업보고서 기재 기준이며, 공시 본문 기준이 아니다.

노려볼 항목: ② 자본비용 분석 — 스킬이 희소성 「최고」로 분류했고 코스닥 선정 사례가 없다. 자본비용 대비 ROE 갭을 숫자로 제시하는 것만으로 요건에 접근한다. ⑥ 임직원 인센티브 연계 — 희소성 「높음」이며, 경영진 성과급에 관계회사 채권 회수·영업현금흐름 지표를 반영하면 이 회사의 핵심 할인 요인과 직접 연결된다.

- **회사에 유리한 해석**: 정관상 결산배당의 배당기준일을 배당액 결정 이후로 정할 수 있어 배당 예측가능성 제도는 갖춰져 있다(2025 사업보고서 III-6).
- **숫자기반 해석**:
  - 12개 항목 중 정기보고서에서 충족이 확인되는 항목은 0개다.
  - 이사 7명 중 독립이사는 2명(28.6%)이다. 관계회사 대여 승인을 견제할 위원회 구조는 공시되지 않았다.

레이먼인덱스 포지셔닝(D6) — 위험 축 먼저

지수	방향	FY2023	FY2024	FY2025	비교선(FY2025)	판정
WP(악화위험도)	낮을수록 좋음	0.1762 MEDIUM	0.1507 MEDIUM	0.6384 CRITICAL	KSIC 41 평균 0.2865 · 동사 백분위 88.2%	🔴 위험
관계형리스크	낮을수록 좋음	-	-	0.0373 LOW(단일 시점)	KSIC 41 17사 중위 0.0483 · 동사 백분위 5.9%	⚪ 판정 불가
CEI(자본효율)	높을수록 좋음	69.6	70.2	44.9	평균 56.1 · 상위10% 88.0	🟡 주의
CGI(현금거버넌스)	높을수록 좋음	64.5	50.2	56.9	평균 53.1 · 상위10% 77.4	🟢 양호
RII(재투자강도)	높을수록 좋음	42.7	9.9	11.9	평균 44.9 · 상위10% 86.3	🔴 위험
MAI(시장적응)	높을수록 좋음	49.2	58.0	47.5	평균 60.3 · 상위10% 83.6	🟡 주의

자료: 발행사 레이먼인덱스 자료(2026.10.22 수령). 품질 4지수는 산식 v3.1(후처리 계보)·연결 기준이며 산출일은 2026.10.13이다. 품질 4지수의 비교선은 GICS 20(산업재) 상장사 전체(FY2025 577사)의 평균과 상위 10% 평균이며 비교선 기준일은 확인 필요다. KOSDAQ×KSIC 41 그룹(15~17사)은 표본이 작아 품질 지수 판정에 쓰지 않았고, 이 그룹으로 대조해도 판정은 같다. WP·관계형리스크는 GICS 20 비교선이 없어 KSIC 41 그룹 값을 위치 참고로 적었다(WP 판정은 절대 기준 0.30). WP는 운영 모형 v8.2.0을 각 연도 말 재무로 다시 돌린 연말값이다. 운영 단일값 0.0534(LOW, 2026.05.15 산출)는 입력 시점이 달라 이 표에 넣지 않았다. 관계형리스크는 0~100 점수가 아니라 확률값(hazard)이고 관측창(2023.10~2026.04) 전체를 한 값으로 압축한 것이라, 신호 판정 대신 등급과 그룹 내 위치만 적었다. 특별규칙 1~3(현금 과다 보유·조달자금 미사용·단기금융상품 편중)은 발동되지 않았다(R-Index 산출 주체 R-Advisory 확인, 2026.10.22). FY2025 재무제표 대조값도 같은 방향이다 — 현금/유형자산 1.03배, 2023~2025 유상증자·전환사채 발행 없음, 단기금융상품 22.6억원(현금성자산의 17%)이다.

종합점수는 28.8(C+)로 GICS 20 평균 50.7보다 21.9점 낮다. 다만 네 지수의 방향이 갈려 종합점수 하나로는 읽지 않는다. 가장 먼저 볼 것은 위험 축이다. WP 연말값은 2025년 말 0.6384로 최고 단계(CRITICAL)에 들어갔고, KSIC 41 그룹 17사 중 상위 12% 안의 높은 값이다. 같은 시기 감사보고서는 계속기업 불확실성을 기재하지 않았다. WP는 악화 가능성을 재는 선행 지표이고 감사의견은 재무제표의 적정성을 보는 것이라, 두 값은 서로를 대신하지 않는다.

품질 축에서는 재투자강도(RII)가 2023년 42.7에서 2024년 9.9로 떨어진 뒤 회복하지 못했다(2025년 11.9, 평균 대비 -33.0). 연구개발비 0.19%(2025)와 설비투자 0.6억원(2025)이 같은 사실을 보여준다. 자본효율(CEI)은 2024년까지 업종 평균을 웃돌았으나 2025년 손실로 44.9가 됐다. 현금거버넌스(CGI)만 평균 위(+3.8)다. 구성요소 점수가 없어 원인은 확인되지 않는다(추정: 3년간 증자·전환사채 조달이 없어 조달 효율 항목이 깎이지 않음). 영업현금흐름 유출(1H26 -130.6억원)과는 따로 읽어야 한다.

- **회사에 유리한 해석**: 운영 WP(2026.05.15 산출)는 0.0534로 LOW이고, 관계형리스크도 LOW(그룹 백분위 5.9%)다. 2026년 2분기 분기 지수는 CEI 75.4·RII 42.3으로 연간 값보다 높다.
- **숫자기반 해석**:
  - 운영 WP는 2024년 말 재무를 입력으로 한 값이다. 2025년 말 재무를 넣은 같은 모형의 값은 0.6384로 12배 높다.
  - 2026년 2분기 지수에는 충당부채 환입 190.0억원이 반영된 시점의 재무가 들어 있다. 분기 값은 연간 판정의 근거로 쓰지 않았다.
  - 관계형리스크의 사건 집계(2026년 1분기)는 대주주 변동 1건·임시주총 1건이다. 반기보고서에는 최대주주 변동이 「해당사항 없음」이고 임시주총 개최 기재가 없다. 이 리포트는 공시 기준으로 적었다.

저PBR 위치(D7)

기간	PBR	섹터 하위 임계	섹터 백분위	모집단	저PBR 해당
2023 2분기	1.53	0.53	53.4%	283	아님
2023 4분기	1.34	0.49	49.8%	291	아님
2024 2분기	0.62	0.44	21.6%	301	아님
2024 4분기	0.46	0.37	18.9%	313	아님
2025 2분기	0.73	0.43	27.1%	325	아님
2025 4분기	2.02	0.41	68.7%	332	아님

자료: 발행사 저PBR 위치 자료(2026.10.22 수령). 임계는 발행사 시스템의 섹터 하위 구간 경계이며 거래소가 공표한 기준이 아니다. 2025 4분기 2.02배는 원천 자료의 BPS 계보 값이다. 지배주주지분 ÷ 발행주식수(605원)를 쓰면 2026.10.20 종가 기준 1.67배다. 1H26 말 자본 기준으로는 0.75배다.

동사는 관측된 6개 반기 모두 섹터 저PBR 임계 위에 있었다. 저PBR 리스트에 편입될 위치는 아니다. 그러나 PBR 수준이 2.02배에서 0.75배로 크게 움직인 것은 주가보다 분모인 자본이 손실(2025년)과 충당부채 환입(1H26)으로 두 배 넘게 오르내렸기 때문이다. 동사의 PBR은 주가 평가보다 자본의 질(계열사 채권·이연법인세자산)을 먼저 확인해야 하는 지표다.

- **회사에 유리한 해석**: 1H26 말 자본 기준 PBR 0.75배는 2024년 4분기 섹터 백분위 18.9%와 비슷한 수준으로, 장부가 대비 낮게 거래된다는 해석이 가능하다.
- **숫자기반 해석**:
  - 회수 근거가 공시되지 않은 계열사 채권 160.3억원과 이연법인세자산 80.4억원을 빼면 자본은 62.9억원이고, 시가총액 대비 배수는 3.63배다.
  - 같은 주가에서 분모 선택만으로 PBR이 0.75배~3.63배로 갈린다.

한기평 기준 재무건전성 신호등(D8)

* 원천: `financial-benchmark-review` 산식·기준표 / 판정 기준일 2026.10.22 / 기업가치 제고 관점(D3)과 기준이 다릅니다.

지표	2023	2024	2025	1H26	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	136.7%	198.4%	741.0%	222.3%	≤100%	100~200%	>200%	↑	🔴
차입금의존도	0.5%	17.5%	15.6%	21.1%	≤30%	30~45%	>45%	↑	🟢
순차입금/EBITDA	-	4.13배	산출불능	산출불능	≤2배	2~3.5배	>3.5배	-	⚪ 산출불능
EBITDA/이자(현금)	-	6.05배	산출불능	산출불능	≥5배	3~5배	<3배	-	⚪ 산출불능
현금성자산/단기성차입	-	0.49배	0.75배	0.12배	≥1배	0.5~1배	<0.5배	↓	🔴
유동비율	133.4%	102.4%	61.4%	68.4%	≥150%	100~150%	<100%	↓	🔴
영업이익률	0.4%	0.7%	-10.9%	4.3%	≥8%	0~8%	적자	→	🔴
EBITDA 마진	-	1.4%	-9.8%	5.7%	≥12%	5~12%	<5%	→	🔴
ROE	-	-11.0%	-122.4%	74.8%	≥10%	0~10%	적자	↓	🔴
영업활동현금흐름	-247.0	-85.1	148.7	-130.6	지속 양(+)	변동	지속 음(–)	-	🔴
영업활동현금흐름/영업이익(이익의 질)	-20.2배	-4.4배	산출불능	-4.6배	≥0.8배	0.5~0.8배	<0.5배	-	🔴

* 판정은 최근 연간(FY2025) 수준과 1H26 추세를 함께 본다. FY2025 EBITDA가 음수여서 커버리지 지표는 산출불능이며 평가 축을 유동성으로 옮겼다. 최근 12개월 EBITDA도 -118.7억원으로 음수다.

* 이자비용 분모는 현금흐름표 이자지급(현금) 기준이다. 2025년 금융원가 18.9억원과 이자지급 14.6억원의 갭은 4.3억원(1.3배)으로 기준(2배) 미만이다.

* 1H26 ROE는 일회성 환입 포함·비연율 값이다. 🔴 8개, 🟢 1개, 산출불능 2개.

회계 품질 플래그

회계 품질 플래그

✔	**F1 미분해 영업외손익**	2025 영업외 -273.1억원, 1H26 +132.8억원(환입 190.0억원) → 주석으로 분해 완료
✔	**F2 손실+법인세비용**	2023 세전손실 -38.9억원인데 법인세비용 7.1억원
☐	F3 금융원가·현금이자 괴리	2025 1.3배로 기준(2배) 미만
✔	**F4 채권 역행 (부분)**	유동 매출채권은 매출과 함께 감소. 장기매출채권은 0(2024)→27.5억원(1H26)으로 증가, 관계회사 몫
✔	**F5 흑자+영업현금흐름 음수**	2023·2024·1H26 영업이익 흑자, 영업활동현금흐름 유출
✔	**F6 손상 미인식 의심 (부분)**	유형자산은 토지 위주(공시지가 131.5억원 > 장부 96.3억원)로 해당 낮음 다만 관계회사 대여금 148.4억원 무충당

✔ 검출(F4·F6은 부분 탐지) — 본문 「상반기 흑자」·「현금흐름」·「계열사 채권」 절에 해명 반영 ☐ 미검출

자료: financial-benchmark-review, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사는 부채비율이 741.04%에서 222.32%로 낮아졌다고 기재했다(반기보고서 II-5). 차입금의존도는 21.1%로 양호 구간이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 차입금의존도는 단기차입 증가로 15.6%(2025)에서 21.1%(1H26)로 올랐다. 같은 기간 계약부채(초과청구공사)는 276.2억원에서 146.5억원으로 줄었다.
  - 현금성자산/단기성차입은 0.12배로 2024년(0.49배)보다 낮다.
  - 이익의 질은 3개 흑자 기간 모두 음(-)이다.

Compliance Notice

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

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

[투자의견 (변동)내역]

일시	2026.10.22
투자의견	Not Rated
목표가격	-

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[증권사별 보고서 발간 횟수] 기준일: 2026.10.21

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

* 증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다.

주요 출처

- 웰크론한텍 2025 사업보고서(2026.03.17), 2026 반기보고서(2026.08.14) — 전자공시 DART
- 비즈워치 2026.02.12 「상장폐지 개혁방안」 보도 · 비즈워치 2026.09.04 「시가총액 300억원 기준 2027년 7월 연기」 보도
- 머니투데이 2026.08.04 — 북위례 799억원 수주 (https://www.mt.co.kr/stock/2026/08/04/2026080411264513242) · 한국경제 2026.07.01 — 424억원 채무인수 면제 (https://www.hankyung.com/amp/2026070184576)
- 파이낸셜뉴스 2026.09.02 — 최대주주 지분 (https://www.fnnews.com/news/202609020941078031) · 뉴스토마토 2024.08.23 — 웰크론로지스틱스 (https://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=1238510)
- SNE리서치 2026.08.11 — 1H26 양극재 적재량 (https://www.sneresearch.com/en/insight/release_view/715/page/0) · IEA Global EV Outlook 2026 (https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2026) · BNEF EV Outlook 2026 (https://about.bnef.com/insights/clean-transport/bloombergnefs-electric-vehicle-outlook-2026-global-ev-sales-set-for-another-record-breaking-year-but-growth-in-some-major-markets-slows/)
- CEO스코어데일리 2025.07 — 에코프로머티리얼즈 투자 축소 (https://ceoscoredaily.com/page/view/2025070216595755389) · 한국경제 2026.09.18 — 12차 전력수급기본계획 토론회 (https://www.hankyung.com/article/2026091845741)
- 건산연 2026년 9월 월간건설시장동향 (https://cerik.re.kr/material/prospect/3128) · CEO스코어데일리 2026.06.18 — 건산연 하반기 전망 (https://ceoscoredaily.com/page/view/2026061816105415013) · KDI 경제전망 수정(정책브리핑 2026.08.19) (https://www.korea.kr/briefing/policyBriefingView.do?newsId=156774833)
- e-나라지표 폐수 발생 및 처리현황 (https://www.index.go.kr/unify/idx-info.do?idxCd=1474) · MarketsandMarkets — 한국 폐수처리 서비스 (https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/geography/wastewater-treatment-service-market/South-Korea)
- MarketsandMarkets — Industrial Evaporators (https://marketsandmarkets.com/Market-Reports/industrial-evaporators-market-76797891.html) · Meticulous Research — Evaporator & Crystallizer (https://www.meticulousresearch.com/product/industrial-evaporator-and-crystallizer-market-6360) · QYResearch 글로벌 MVR 시장 보고서 (https://www.giikorea.co.kr/report/qyr1715282-global-mechanical-vapor-recompression-mvr.html)
- companiesmarketcap — GEA Group (https://companiesmarketcap.com/gea-group/pe-ratio/) · GEA 2025 실적 (https://www.gea.com/en/news/corporate/2026/gea-reports-profitable-growth-for-2025-and-expects-accelerated-revenue-growth/) · Alfa Laval 2025 실적 (https://www.inderes.fi/en/releases/alfa-laval-publ-fourth-quarter-and-full-year-2025)
- 경향신문 2026.01.07 — 직매립 금지 시행 (https://www.khan.co.kr/article/202601070600131/amp)

R – Advisory

BY KONNECT

독립리서치-R by KONNECT

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