R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

피제이전자 (006140, KOSDAQ)

매출 +20%에도 제조부문 이익은 반토막

- 1H26 매출 1,017.5억원(+20.3%), 영업이익 35.8억원(–37.8%). 순이익 +71%는 세금 환급·환차익 몫
- Not Rated. 재무 안전성은 높으나 수익성·이익의 질·공시 정합성·자본배분을 점검할 국면

핵심 점검 SUMMARY

외형 성장, 이익 후퇴: 상반기 매출은 늘었지만 매출총이익률은 1Q25 11.0%에서 2Q26 5.0%로 낮아졌고 제조부문 영업이익률은 5.3%에서 2.2%가 됐다. 순이익 증가는 법인세 경정청구 환급(유효세율 0.3%)과 순환차익 16.5억원이 만든 것이며, 환차익을 빼면 세전이익은 29% 줄었다. 정상화 PER은 공시 기준 7.2배가 아니라 10.3배다.

현금흐름과 공시: 2025년 영업현금흐름 268.8억원 중 134.8억원은 재고·채권 회수였고, 1H26에는 운전자본이 다시 늘어 43.6억원에 그쳤다. 반기 현금흐름표 본문은 순이익을 영업현금흐름에 한 번 더 더해 100.4억원으로 적었다.

구조와 자본배분: 매출의 72%가 초음파 위탁생산이나 고객별 비중·수주잔고는 공개되지 않는다. 영업이익의 39%가 매출 2%인 임대사업에서 나오고, 차입 270억원과 현금·금융자산 264억원을 함께 들고 있다. ROE 6.9%는 COE 8.44%를 밑돈다.

반대 근거: 부채비율 41.7%·순차입금 34억원·신용등급 A–(나이스디앤비)로 재무 안전성은 높고, 영업이익률·ROE는 업종 중위를 웃돈다. 문제는 생존이 아니라 자본효율과 정보 공개다.

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
현재주가	5,690원 (26.10.02)
시가총액	846억원
발행주식수	14,865,000주
자기주식 (비율)	0주 (0.00%)
유동주식비율	29.9%
52주 최저/최고	4,150원 / 9,970원
자본금 / 액면가	75억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	3.30억원
외국인지분율	2.67%
PBR / PER(LTM)	0.60배 / 7.2배

52주 범위는 종가 기준(장중 최고 12,250원). PBR은 1H26 BPS 9,559원, PER은 LTM 순이익 117.2억원 기준이며 일회성 이익을 뺀 정상화 PER은 10.3배입니다. 외국인지분율은 중앙이코노미뉴스 (2026.10.02) 기준입니다

▶ 주주현황

김재석 외 15인	70.05%
— 김재석 (회장)	28.28%
— 김동현	11.14%
자기주식	0.00%
우리사주	0.00%

2026.06.30 반기보고서 보유주식수를 소각 후 발행주식수(14,865,000주)로 나눈 값입니다. 반기보고서는 소각 전 기준 69.42%로 적었습니다

SUMMARY FINANCIAL DATA 별도, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	1,668.4	1,693.0	1,785.5	845.8	1,017.5
영업이익	74.1	107.8	109.6	57.6	35.8
영업이익률 (%)	4.4	6.4	6.1	6.8	3.5
당기순이익	61.1	92.2	93.5	33.2	56.8
EPS (원)	411	620	629	223	382
자본총계	1,252.7	1,327.1	1,393.9	1,333.5	1,420.9
영업활동현금흐름	34.6	211.5	268.8	159.5	43.6
부채비율 (%)	49.0	44.6	42.1	-	41.7
ROE (평잔, %)	5.1	7.1	6.9	-	-

자료: 전자공시 DART 사업보고서(FY2025)·반기보고서(1H26), R-Advisory by KONNECT · 종속회사가 없어 별도 기준 · 반기 영업활동현금흐름은 주석 36 기준

1. 1969년 설립, 1993년 코스닥 등록한 초음파진단기 위탁생산(EMS) 기업

마진노트 — 57년 업력 EMS · 매출 72%가 초음파 · 고객 브랜드 생산

동사는 1969년 풍정산업으로 출발해 2000년 현 사명으로 바꾼 전자제품 위탁생산(EMS, Electronic Manufacturing Service) 업체로, 1993년 코스닥에 등록했다. 사업은 제조부문(전자제품·부품)과 임대부문(부동산) 두 개로 보고되며, 제조부문 안에 초음파진단기·로봇제어기·차량전장·기타 SMD가 있다.

2026년 상반기 매출 1,018억원 가운데 초음파진단기가 732억원(71.9%), 로봇제어기 145억원(14.3%), 차량전장 109억원(10.7%), 임대 19억원(1.9%)이다. 초음파진단기는 동사 브랜드가 아니라 GE·삼성메디슨 브랜드로 팔리는 장비를 고객 설계대로 생산해 납품하는 구조다.

즉 동사의 매출은 단순히 「의료기기 매출」이 아니라 「특정 글로벌 브랜드 몇 곳의 외주 물량」이며, 가격 결정력은 대체로 발주처 쪽에 있다. EMS는 원재료(반도체·전자부품) 비중이 높아 매출원가율이 90%를 넘는 저마진 업종이라는 점에서, 매출 증가보다 원가 전가력과 가동률이 이익을 결정한다. 동사의 지난 3년 영업이익률이 4.4~6.4%에 머문 것도 이 구조에서 나온다.

그림1. 피제이전자 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 억원)

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	1,668	1,693	1,786	846	1,018
영업이익	74	108	110	58	36
영업이익률(%)	4.4	6.4	6.1	6.8	3.5

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

그림2. 피제이전자 사업부문별 매출비중 추이 (단위: %)

부문	2023	2024	2025	1H26
초음파진단기	80.5	80.1	78.7	71.9
로봇제어기	4.8	6.7	9.4	14.3
차량전장(제품+임가공)	10.2	10.2	8.6	10.7
기타 SMD·상품	2.1	0.9	1.3	1.2
임대	2.4	2.1	2.1	1.9

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 2023년은 사업보고서(FY2025) 분류, 2024~1H26은 반기보고서(FY2026) 재분류 기준입니다. 반기보고서는 차량전장 임가공을 제품 매출로 합쳐 2025년 차량전장을 152.7억원으로 다시 적었습니다(사업보고서 원분류 제품 125.1억 + 임가공 27.6억).

그림3. 피제이전자 지배구조

구분	내용
최대주주	김재석 회장(사내이사) 28.28% + 특수관계인 15인 = 70.05%
이사회	3인 — 사내이사 2(김재석 회장, 이응구 대표이사), 사외이사 1
사외이사 출석률	2025년 65%, 2026년 상반기 62% (자금·금융상품 투자 안건 상당수 불참)
감사기구	감사위원회 없음, 상근감사 1인
투표제도	집중투표 배제 · 서면투표 도입 · 전자투표 미도입
외부감사인	이정회계법인(2024년~), 감사보수 85백만원(직전 감사인 150백만원)

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

마진노트 — 외형 성장 · 이익 후퇴 · 이익의 질 저하 · 공시 신뢰도 점검 필요

이 리포트는 2026년 6월 30일 기준 반기보고서까지를 분석 대상으로 하며, 발간일(2026.10.04)과의 사이 3개월 남짓의 실적은 반영하지 않았다. 결론을 먼저 적는다. 2025년 사업보고서와 2026년 반기보고서를 시계열로 이어 보면, 동사의 2026년은 「매출 성장, 본업 이익 후퇴, 일회성 이익으로 순이익 방어」로 요약된다. 첫째, 상반기 매출은 20.3% 늘었지만 제조부문 영업이익은 43.7억원에서 22.0억원으로 절반이 됐다.

둘째, 순이익 71% 증가는 법인세 경정청구 환급과 환차익이 만든 것이고, 환차익을 빼면 세전이익은 오히려 29% 줄었다. 셋째, 2024~2025년의 큰 영업현금흐름은 재고·채권 회수에서 나왔고, 2026년 상반기에는 운전자본이 다시 쌓이며 영업현금흐름이 43.6억원으로 줄었다. 넷째, 반기 현금흐름표 본문은 순이익을 영업현금흐름에 한 번 더 더한 형태로 적혀 있어 공시 숫자만으로는 현금창출력을 과대평가하게 된다.

재무구조는 순차입금 34억원·부채비율 42%로 안정적이므로, 문제는 생존이 아니라 수익성·이익의 질·자본배분이다. 최근 두 차례 상한가(2026.01.06, 2026.10.02)가 확인된 공시 없이(2차 자료 기준) 나왔다는 점을 감안하면, 주가가 반영하는 기대와 보고서가 보여주는 체력 사이의 간극을 점검할 필요가 있다고 판단된다.

2. 매출은 늘고 이익은 줄었다 — 2025년 1분기를 정점으로 한 마진 하락

마진노트 — 매출총이익률 1Q25 11.0% → 2Q26 5.0% · 원가율 상승

동사의 2026년 상반기 매출은 1,017.5억원(+20.3%, YoY)이다. 그러나 매출총이익은 70.5억원에서 53.7억원(−23.8%, YoY)으로 줄었고, 영업이익은 57.6억원에서 35.8억원(−37.8%, YoY)으로 줄었다. 분기로 나누면 흐름이 더 분명하다. 매출총이익률은 1Q25 11.0% → 2Q25 5.4% → 2H25 평균 7.1% → 1Q26 5.5% → 2Q26 5.0%로, 2025년 1분기가 예외적으로 높았고 그 뒤로는 5~7%대에 머문다.

2Q26 영업이익 17.6억원은 2Q25 대비 +18.5%로 보이지만, 비교 기준인 2Q25 자체가 영업이익률 3.7%의 저점이었다는 점에서 회복으로 읽기 어렵다. 즉 2026년 상반기는 단순히 「1분기 일시 부진」이 아니라 2Q25 이후 이어지는 저마진 국면의 연장이다. 다만 2H25 매출총이익률 7.1%는 2024년 연간(7.8%)과 큰 차이가 없어, 마진 하락이 뚜렷해진 것은 2026년 들어서다.

그림4. 피제이전자 분기 매출·매출총이익률·영업이익률 (단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	2H25	1Q26	2Q26
매출액	448.7	397.1	939.8	510.9	506.6
매출총이익률	11.0	5.4	7.1	5.5	5.0
영업이익	42.7	14.8	52.0	18.2	17.6
영업이익률	9.5	3.7	5.5	3.6	3.5

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

* 1Q는 반기 누적에서 2Q(3개월)를 뺀 값, 2H25는 연간에서 1H25를 뺀 값입니다. 3Q25·4Q25 개별 수치는 이번 분석 대상 보고서에 없어 2H25로 묶었습니다.

마진노트 — 원재료비 비중 상승 · 재고평가충당금 3년 새 3배 · 판관비 +38%

마진 하락의 원인은 원가에서 확인된다. 비용의 성격별 분류에서 원재료·소모품 사용액은 제품매출 대비 1H25 79.1%에서 1H26 84.7%로 5.6%p 올랐다. 주석 28은 분기마다 원재료와 「기타」 사이 분류가 크게 바뀌므로(1Q26 기타 −43억원), 두 항목을 합산해 보면 82.2%에서 88.7%로 올라 방향은 같다.

주요 원재료 가격표에서 CPU 모듈(COM Express MODULE) 단가는 2025년 703,865원에서 2026년 반기 879,843원으로 25% 올랐다(2024년 806,629원 대비로는 +9%이며, 표의 다른 주요 원재료 2종은 보합). 반도체 업계 전반으로 메모리 가격이 2025년 4분기 이후 급등했다는 점(카운터포인트리서치)도 같은 방향이다.

문제는 이 원가 상승분이 판가로 넘어가지 못했다는 점이며, 이는 앞서 본 「가격 결정력이 발주처에 있는 구조」의 실제 결과로 해석된다. 여기에 재고자산 평가충당금이 취득원가 대비 2024년 말 3.0% → 2025년 말 8.2% → 2026년 6월 말 10.1%로 높아졌고, 이 중 원재료 충당금이 26.7억원으로 대부분이다. 상반기 재고자산평가손실 8.6억원(1H25 7.7억원)이 매출원가에 들어간 만큼 단종·과잉 원자재가 늘고 있다는 신호로 볼 수 있다.

판관비도 13.0억원에서 17.9억원(+38.2%, YoY)으로 늘었다(연구개발비 0.9억원 신규 계상, 지급수수료 1.7억→3.5억원). 결과적으로 제조부문 영업이익률은 1H25 5.3%에서 1H26 2.2%로 낮아졌다. 매출 증가가 이익 증가로 이어지지 않는 구조가 하반기에도 이어질지 확인이 필요하다고 판단된다.

그림5. 피제이전자 부문별 영업이익 (단위: 억원, %)

	2024	2025	1H25	1H26
제조부문 매출	1,657.7	1,748.1	827.1	998.5
제조부문 영업이익	81.8	80.7	43.7	22.0
제조부문 영업이익률	4.9	4.6	5.3	2.2
임대부문 매출	35.3	37.4	18.6	19.0
임대부문 영업이익	26.0	28.9	13.8	13.8
임대 영업이익 / 전사 영업이익	24.1	26.4	24.0	38.6

자료: 전자공시 DART(재무제표 주석 「영업부문별 정보」), R-Advisory

3. 순이익 +71%의 실체 — 세금 환급과 환차익을 빼면 세전이익은 −29%

마진노트 — 유효세율 0.3% · 순환차익 +16.5억 · 영업외이익이 세전이익의 37%

동사의 상반기 순이익은 56.8억원(+71.3%, YoY)으로, 영업이익이 38% 줄어든 것과 정반대로 움직였다. 차이를 만든 것은 두 가지다. 첫째, 법인세비용이 0.2억원으로 세전이익 57.0억원 대비 유효세율 0.3%에 그쳤다. 반기보고서 주석은 「법인세 경정청구로 인하여 환급이 발생하였습니다」라고만 적었고 환급액은 밝히지 않았다.

직전 3년 유효세율(17.5~20.7%)의 하단인 20%를 적용하면 약 11억원이 정상 세부담보다 적게 잡힌 것으로 계산되며, 이는 반복되지 않는 이익이다. 둘째, 외환 관련 손익(환산이익·외환차익−환산손실·외환차손)이 1H25 −14.8억원에서 1H26 +16.5억원으로 31억원 개선됐다.

외환손익을 걷어내면 세전이익은 1H25 56.6억원에서 1H26 40.4억원으로 29% 줄어들고, 여기에 정상 세율을 적용하면 순이익도 전년보다 줄어든다. 즉 상반기 순이익 증가는 본업 개선이 아니라 세금과 환율이 만든 것이며, 순이익 기준 EPS(382원)나 LTM PER(7.2배)을 그대로 쓰면 이익 체력을 과대평가하게 된다고 판단된다.

그림6. 피제이전자 세전이익 분해 (단위: 억원)

	1H25	1H26	증감
영업이익	57.6	35.8	−21.8
순외환손익	−14.8	+16.5	+31.3
금융손익·기타	−1.0	+4.6	+5.6
세전이익	41.8	57.0	+15.2
법인세	8.6	0.2	−8.5
순이익	33.2	56.8	+23.6
세전이익(외환손익 제외)	56.6	40.4	−16.2

자료: 전자공시 DART(반기보고서 주석 26·27·30), R-Advisory

* 순외환손익 = 외화환산이익 + 외환차익 − 외화환산손실 − 외환차손. 반올림으로 합계가 ±0.1억원 어긋날 수 있습니다.

마진노트 — 정상화 LTM 세전이익 103억 · 세율 20% 적용 시 PER 10.3배

같은 조정을 지난 4개 반기(LTM)에 적용하면, LTM 세전이익 128.6억원 가운데 순외환이익 25.8억원을 빼고 세율 20%를 적용한 정상화 순이익은 약 82억원이다. 시가총액 846억원 기준으로 공시 순이익 LTM PER은 7.2배지만, 정상화 기준은 10.3배다. 저 PER로 보이는 숫자의 상당 부분이 반복되지 않는 이익에서 나온다는 뜻이다. 다만 환율 효과는 방향이 바뀔 수 있으므로, 이 조정은 「환율이 중립일 때의 이익」을 보기 위한 것이지 환차손을 예상하는 것이 아니다.

4. 현금흐름 — 2025년의 현금은 운전자본 회수, 반기 공시는 숫자 점검 필요

마진노트 — 2025 OCF 269억 중 운전자본 회수 135억 · 1H26 다시 26억 흡수

동사의 영업활동현금흐름은 2023년 34.6억원 → 2024년 211.5억원 → 2025년 268.8억원으로 크게 늘었고, 현금은 같은 기간 34억원에서 296억원으로 쌓였다. 그러나 2025년 영업에서 창출된 현금 297.7억원 가운데 134.8억원이 운전자본 감소(재고 84.0억원, 매출채권 21.0억원, 매입채무 증가 23.8억원 등)에서 나왔다. 재고자산이 314억원에서 230억원으로 줄며 현금이 풀린 것이고, 이는 같은 해 재고평가충당금이 9.8억원에서 20.7억원으로 늘어난 것과 함께 봐야 한다.

2026년 상반기에는 방향이 바뀌어 재고(+31.1억원)·매출채권(+23.2억원)이 다시 늘었고, 운전자본이 25.5억원을 흡수했다. 그 결과 상반기 실제 영업현금흐름은 43.6억원으로 전년 동기(159.5억원)의 4분의 1 수준이다. 매출이 늘면 운전자본이 함께 느는 EMS 특성상, 2024~2025년 수준의 현금창출을 「반복 가능한 체력」으로 보기는 어렵다고 판단된다.

마진노트 — 반기 현금흐름표 본문 OCF 100.4억 ≠ 주석 기준 43.6억 · 차이 = 순이익

공시 숫자 자체도 점검이 필요하다. 반기 현금흐름표 본문은 영업활동현금흐름을 100.4억원으로 적었는데, 그 구성은 「반기순이익 56.8억원 + 영업활동에서 창출된 현금 43.3억원 + 법인세 환급 0.3억원」이다. 그런데 주석 36의 「영업활동에서 창출된 현금 43.3억원」은 이미 반기순이익 56.8억원에서 출발해 조정한 금액이다.

즉 본문은 순이익을 두 번 더했고, 그만큼(56.8억원)이 「현금에 대한 환율변동효과 −55.0억원」 줄에서 상쇄돼 기말현금이 맞춰져 있다. 동사의 외화 현금은 반기말 8.1억원에 불과하므로 −55억원의 환율효과는 성립하기 어렵다. 비교 표시된 1H25도 같은 형태다(본문 OCF 192.7억원 − 실제 159.5억원 = 순이익 33.2억원, 환율효과 −40.1억원). 연간 사업보고서의 현금흐름표에는 이 문제가 없다.

본 리포트는 주석 36 기준(43.6억원)을 채택했다. 이 판단은 DART 반기보고서 본문 기준이며 외부감사인 검토보고서 첨부 재무제표와의 대조는 하지 못했다. 또한 주석 기준으로 계산한 잔차(1H26 +1.8억원, 1H25 −7.0억원)도 외화현금 규모만으로는 다 설명되지 않는다. 동사의 정정 여부를 확인할 필요가 있다.

그림7. 피제이전자 반기 현금흐름표 — 본문과 주석 대조 (단위: 억원)

	1H25 본문	1H25 주석 기준	1H26 본문	1H26 주석 기준
영업활동현금흐름	192.7	159.5	100.4	43.6
투자활동현금흐름	−31.7	−31.7	−60.9	−60.9
재무활동현금흐름	−47.8	−47.8	−64.2	−64.2
환율변동효과	−40.1	−7.0	−55.0	+1.8
현금 증감	+73.0	+73.0	−79.7	−79.7

자료: 전자공시 DART(반기보고서 현금흐름표·주석 36), R-Advisory

* 주석 기준 영업활동현금흐름 = 주석 36 「영업에서 창출된 현금」 + 법인세 환급(납부). 환율변동효과(주석 기준)는 현금 증감에서 세 활동을 뺀 잔차입니다.

마진노트 — 주석 간 불일치 다수 · 감사보수 −43%, 감사시간은 증가

이 밖에도 작은 불일치가 여러 곳에서 확인된다. ① 반기 손익계산서의 기타이익(27.4억원)과 주석 26의 기타이익 합계(27.3억원)가 1,439만원 다르고, 그 차액(당기손익-공정가치측정 금융자산 평가이익)이 주석 27에서는 금융수익에 들어가 있다. ② 사업보고서 주석 29는 금융수익 중 이자수익을 1.9억원으로 적은 반면, 같은 주석의 세부 내역은 현금성자산 이자수익을 6.0억원으로 적었다.

③ 사업보고서 I-1은 「중견기업 해당」, 주석 1은 「중소기업」으로 적었다. ④ 반기보고서는 자기주식 소각 후에도 최대주주 등 지분율을 소각 전 주식수 기준(69.42%)으로 적었다. 개별 금액은 작지만 현금흐름표 문제와 함께 보면 공시 작성 단계의 검증이 충분했는지 확인이 필요하다.

외부감사인은 2024년 정동회계법인에서 이정회계법인으로 바뀌며 감사보수가 150백만원에서 85백만원으로 43% 줄었다. 다만 실제 감사시간은 951시간(2023) → 1,272시간(2024) → 1,010시간(2025)으로 오히려 늘었다. 감사의견은 3년 연속 적정이고 핵심감사사항은 수익인식이다.

5. 고객·사업 구조 — 초음파 72%, 고객별 비중도 수주잔고도 공개되지 않는다

마진노트 — 고객 2~3곳 · 수주잔고 「기재 생략」 · 지멘스 문구 삭제

동사 매출의 72~80%는 초음파진단기이고, 사업보고서는 이 물량이 「GE, SIEMENS 및 SAMSUNG MEDISON BRAND」로 팔린다고 적었다. 그런데 2026년 반기보고서의 의료기기 부문 설명에서는 SIEMENS가 빠지고 「GE 및 SAMSUNG MEDISON」만 남았다(시장점유율 항목에는 세 곳이 모두 남아 있다). 문구 변화의 이유는 설명되지 않았고, 외부 자료로도 지멘스 물량 변동은 확인되지 않았다.

더 근본적인 문제는 동사가 고객별 매출 비중과 수주잔고를 공개하지 않는다는 점이다. 사업보고서는 수주상황을 「발주 물량을 제공하는 형태로 … 변화가 다양하여 기재를 생략합니다」라고 적었다. 투자자는 매출의 4분의 3을 차지하는 물량이 몇 개 고객에게 어떤 계약 조건으로 묶여 있는지 알 수 없다. 외부 환경도 우호적이지만은 않다.

GE헬스케어는 2026년 2월 실적 발표에서 위탁생산업체와 함께 관세 효율이 높은 지역으로 생산을 옮기고 있다고 밝혔고(MedTech Dive), 삼성메디슨은 2026년 9월 카자흐스탄 현지 업체와 초음파 생산 계약을 맺었다(더구루). 이 두 사례가 동사 물량에 직접 영향을 준다는 근거는 확인되지 않았지만, 발주처가 생산지를 재배치하는 국면이라는 점은 고객 집중 리스크를 키운다고 판단된다.

> **마진노트** — 초음파 내수 비중 8%→27% · 미국향 +85% · 설명 없음

초음파 매출의 내역도 바뀌고 있다. 의료기기 매출 중 수출 비중은 2024년 91.9% → 2025년 81.0% → 2026년 상반기 72.5%로 낮아졌고, 내수는 2024년 110억원에서 2025년 267억원, 2026년 상반기 201억원으로 늘었다. 지역별로는 미국향 매출이 1H25 65.2억원에서 1H26 120.4억원(+84.6%, YoY)으로 늘었다.

고객사의 국내 법인을 통한 납품 방식 변화인지, 제품 믹스 변화인지 보고서에는 설명이 없다. 미국향이 늘어난 시점에 미국은 한국산 품목에 기본관세를 적용 중이고(tariffstool, 2026.09, 2차 자료), 의료기기에 대한 Section 232 조사도 종결되지 않았다(iData Research, 2026.09). 관세 부담이 동사와 고객 중 누구에게 귀속되는지는 확인되지 않았다.

> **마진노트** — 로봇제어기 145억 · 고객사 적자 · 공급계약 공시 없음

로봇제어기는 2023년 80억원 → 2025년 167억원 → 2026년 상반기 145억원으로 가장 빠르게 큰 사업이다. 2026년 1월 6일 상한가는 「AI 수술용 로봇 EMS 수주」 기사로 촉발돼 이 사업(산업용 로봇제어기)과는 품목이 다르지만, 시장에서는 같은 「로봇」 테마로 묶여 거래됐다. 사업보고서는 HD현대로보틱스(구 현대중공업)와 산업용 로봇제어기 공급계약을 맺고 후속 모델을 공급한다고 적었다.

다만 이 계약은 단일판매·공급계약 공시로 확인되지 않으며, 고객사인 HD현대로보틱스는 2025년 매출 2,630억원에 영업손실 약 218억원을 기록했고 상장 추진도 미뤄진 상태다(다음·인베스트조선, 2026.04). 이것이 동사 물량·채권에 미치는 영향은 확인되지 않았다. 로봇제어기의 부문별 이익은 공개되지 않으므로, 로봇 매출 확대가 동사 마진을 끌어올리는지는 확인할 수 없다.

실제로 로봇 매출이 가장 크게 늘어난 2026년 상반기에 제조부문 영업이익률은 2.2%로 가장 낮았다. 이와 함께 2026년 1월 「AI 수술용 로봇 EMS 수주」 기사로 상한가를 기록한 뒤 투자주의종목으로 지정됐고, 2026년 10월 2일 상한가도 공시된 재료가 확인되지 않았다는 점은 주가가 공시 근거보다 기사에 반응하고 있음을 보여준다.

6. 자본배분 — 차입과 현금을 동시에 들고 임대자산에 묶인 자본

> **마진노트** — 투자부동산 624억 = 자산의 31% · 공정가치 2년째 동일 · 수익률 3.7%

동사 자산 1,981억원 가운데 투자부동산이 624억원(31.5%)이다. 부천·서울 명동·안성·용인·당진·대전·안양 등의 임대자산에서 2025년 37.4억원의 임대매출과 28.9억원의 영업이익이 나왔다. 임대부문은 매출의 2%이지만 전사 영업이익의 26%(2026년 상반기 39%)를 차지해, 제조 마진이 얇아질수록 임대가 이익을 받치는 구조가 뚜렷해졌다.

그런데 사업보고서가 공시한 투자부동산 공정가치는 2024년 말과 2025년 말 모두 780.6억원으로 원 단위까지 같다. 평가 시점이나 방법이 적혀 있지 않아 이 숫자가 현재 시세를 반영하는지 알 수 없다. 공정가치 기준 임대 영업이익률은 3.7%로, 동사가 차입에 내는 금리(2.50~3.20%)를 조금 넘는 수준이다. 이 부동산과 공장 토지·건물은 담보설정액 합계 약 409억원(원화)과 JPY 4억으로 금융기관·임차인에게 담보 제공돼 있다.

마진노트 — 차입 270억 · 현금·금융상품 264억 · ELB·펀드 투자 이사회 결의

동사는 2026년 6월 말 차입금 270억원과 현금·금융자산 264억원(현금 216억원, 당기손익-공정가치측정 금융자산 48억원)을 함께 보유한다. 2026년 이사회는 주가연계파생결합사채(ELB)와 펀드 투자를 세 차례 결의했고, 이 안건들에 사외이사는 참석하지 않았다. ELB 2건(각 20억원)은 만기상환형으로 약정수익률(연환산 약 3.3~3.8%)이 차입금리(2.50~3.20%)를 웃돌아 당장의 금리 손실은 아니다.

다만 차입·현금·금융상품을 동시에 늘리는 운용 원칙이 공시되지 않았고, 해당 안건에 사외이사가 불참했다는 점은 자본배분 의사결정의 견제 장치가 약하다는 뜻이다. 레이먼인덱스(발행사 확인 값)도 같은 문제를 가리킨다 — 재투자강도(RII)가 2025년 39.5로 KOSDAQ·KSIC 27 그룹 하위권(백분위 18.7%)이며, 2023년과 2025년에 「투자괴리율 CRITICAL — 현금은 쌓는데 투자는 하지 않음」 경고가 붙었다.

3년 누적 잉여현금흐름(영업현금흐름−유형자산 취득)이 357억원인 동안 현금배당 누적은 59억원이었다. 2026년 3월 자기주식 13.5만주를 소각했지만, 이는 2020~2021년에 취득해 둔 주식(취득가 9.9억원, 발행주식의 0.9%)이며 반기말까지 신규 취득 실적은 없다(3월 공시에 취득 결정이 포함됐는지는 공시 본문 미확보로 확인하지 못했다).

마진노트 — 이사회 3인 · 사외이사 1인 · 배당 예측가능성·전자투표 미도입

지배구조 개선도 더디다. 최대주주 일가 지분이 70%에 달하는데 이사회는 사내이사 2인과 사외이사 1인으로 구성되고, 감사위원회 대신 상근감사 1인이 감사를 맡는다. 정관상 배당기준일을 배당액 결정 이후로 정할 수 없어 배당 예측가능성 제도를 도입하지 못했고, 동사는 「향후 … 검토하겠습니다」라고만 적었다.

전자투표는 도입하지 않았고 집중투표는 배제돼 있다. 동사는 2026년 3월 기업가치 제고 계획을 공시한 것으로 확인되지만(잡포스트, 2026.10.02), 이번 분석 대상인 사업보고서·반기보고서 본문에는 그 계획의 목표·이행 내용이 언급되지 않았다.

7. 그래서 무엇을 확인해야 하는가 — 재무 안전성은 높고, 수익성·투명성은 낮다

마진노트 — 순차입 34억 · 부채비율 42% · 이자보상 17배 — 생존 리스크 낮음

공정하게 적어두면, 동사는 재무적으로 위험한 회사가 아니다. 부채비율 41.7%, 순차입금 34억원, EBITDA/현금이자 17배로 신용 관점의 지표는 모두 양호하고(D8), 외부 신용등급도 2024년 BBB+에서 2025년 A−로 오른 뒤 2026년 4월 A−를 유지했다(나이스디앤비). 26년 연속 결산배당을 했으며 주당배당금은 2023년 120원 → 2025년 200원으로 늘었다.

영업이익률 6.1%와 ROE 6.9%는 KSIC 27 업종 중위(영업이익률 2.85%, ROE 2.04%)보다 높다(발행사 확인 값). 2Q26 영업이익도 전년 동기 대비 18.5% 늘었다. 레이먼인덱스 위험 축(악화위험도 WP 0.0262, 관계위험 0.0373)도 모두 LOW다. 즉 동사의 문제는 「망할 위험」이 아니라 「자본이 자본비용만큼 벌지 못하고, 그 사실을 판단할 공시 정보가 부족하다」는 점이다.

마진노트 — ROE 6.9% < COE 8.44% · 6개 반기 연속 저PBR · 할인 요인은 정보·자본배분

ROE 6.9%는 자기자본비용(COE) 8.44%(발행사 확인 값)를 1.6%p 밑돈다. ROE가 COE보다 낮은 회사의 PBR이 1배를 밑도는 것은 이론적으로 설명되는 결과이며, 동사는 2023년 상반기부터 2025년 하반기까지 6개 반기 연속 저PBR 구간에 있었다(D7). 따라서 PBR 0.6배를 「저평가」의 근거로 쓰려면 ROE가 COE를 넘어설 경로가 먼저 제시돼야 한다. 2026년 상반기처럼 제조 마진이 2%대에 머물면 그 경로는 오히려 멀어진다.

다만 ERP 가정을 5%로 낮추면 Spread는 −0.29%p(기말자본 기준 −0.46%p)로 좁혀지고, 손익분기 ERP는 4.53%(평균자본 기준)에 불과해 결론이 가정에 민감하다는 점도 함께 적어둔다. 또한 업종 중위 기업이 ROE 2.04%에도 PBR 1.58배를 받는다는 점(D7)에서, 동사 할인의 상당 부분은 ROE 수준보다 고객 집중·공시 정보·자본배분에 대한 할인으로 해석된다.

마진노트 — 확인할 숫자 5가지

이 리포트의 비판적 시각을 철회하려면 다음 숫자가 확인돼야 한다고 판단한다. 첫째, 3분기 이후 매출총이익률이 7%대 이상으로 회복되는지(원가 전가 여부). 둘째, 반기 현금흐름표 본문의 영업활동현금흐름이 정정되는지, 그리고 연간 영업현금흐름이 영업이익을 다시 웃도는지. 셋째, 재고평가충당금 비율(10.1%)이 더 오르지 않는지. 넷째, 고객별 매출 비중 또는 주요 공급계약 조건이 공개되는지, 특히 반기보고서에서 빠진 지멘스 물량의 실제 변화. 다섯째, 기업가치 제고 계획에 ROE 목표와 차입·금융상품·투자부동산의 자본배분 원칙이 담겨 있는지. 이 다섯 가지가 확인되기 전까지는, 상반기 순이익 증가와 최근 상한가를 체력 개선의 신호로 읽는 데 신중할 필요가 있다고 판단된다.

실적 및 재무제표 (별도, 단위 억원)

12월 결산(별도)	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	1,668.4	1,693.0	1,785.5	845.8	1,017.5
매출원가	1,570.0	1,561.6	1,648.7	775.2	963.8
(매출원가율(%))	94.1	92.2	92.3	91.7	94.7
매출총이익	98.4	131.4	136.8	70.5	53.7
(매출총이익률(%))	5.9	7.8	7.7	8.3	5.3
판매비와 관리비	24.3	23.6	27.2	13.0	17.9
영업이익	74.1	107.8	109.6	57.6	35.8
(영업이익률(%))	4.4	6.4	6.1	6.8	3.5
EBITDA	-	144.6	152.8	78.1	58.3
(EBITDA 마진율(%))	-	8.5	8.6	9.2	5.7
영업외손익	2.9	8.4	3.8	−15.8	21.2
(관계기업손익)	-	-	-	-	-
(금융수익)	4.3	4.9	6.2	2.7	5.4
(금융비용)	15.5	14.3	10.4	5.5	4.5
(기타)	14.1	17.9	7.9	−13.0	20.3
법인세차감전순손익	77.0	116.3	113.4	41.8	57.0
(세전이익률(%))	4.6	6.9	6.4	4.9	5.6
(법인세비용)	15.9	24.0	19.8	8.6	0.2
(법인세율(%))	20.7	20.7	17.5	20.7	0.3
계속사업손익	61.1	92.2	93.5	33.2	56.8
중단사업손익	-	-	-	-	-
당기순이익	61.1	92.2	93.5	33.2	56.8
(당기순이익률(%))	3.7	5.4	5.2	3.9	5.6
지배지분순이익	61.1	92.2	93.5	33.2	56.8
(지배순이익률(%))	3.7	5.4	5.2	3.9	5.6
비지배지분순이익	-	-	-	-	-
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
포괄순이익	61.1	92.2	93.5	33.2	56.8

* EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비(현금흐름표 주석). 2023년은 분석 대상 보고서에 상각비 내역이 없어 산출하지 않았습니다. (기타) = 기타이익 − 기타손실.

12월 결산(별도)	2023	2024	2025	1H26
유동자산	824.0	848.1	896.2	901.4
(현금 및 현금성자산)	33.7	131.9	295.6	215.9
(매출채권 및 기타채권)	464.3	402.1	370.4	404.1
(재고자산)	325.9	314.2	230.2	261.3
(기타유동자산)	-	-	-	20.1
비유동자산	1,043.0	1,070.5	1,084.4	1,112.2
(유형자산)	393.0	418.9	433.1	433.9
(관계기업투자금)	-	-	-	-
(기타금융자산)	1.0	4.0	4.0	28.0
(기타비유동자산 — 투자부동산 포함)	649.0	647.6	647.3	650.3
자산총계	1,867.0	1,918.6	1,980.6	2,013.6
유동부채	582.9	491.0	485.6	557.7
(매입채무 및 기타채무)	224.9	225.4	243.1	271.4
(단기차입금)	162.4	245.5	230.0	200.0
(유동성채무)	185.0	1.4	-	70.0
(기타유동부채)	10.6	18.7	12.5	16.3
비유동부채	31.3	100.6	101.2	35.0
(사채)	-	-	-	-
(장기차입금)	1.4	70.0	70.0	-
부채총계	614.3	591.5	586.7	592.7
지배지분	1,252.7	1,327.1	1,393.9	1,420.9
(자본금)	75.0	75.0	75.0	75.0
(자본잉여금)	21.2	21.2	21.2	21.2
(이익잉여금)	1,161.4	1,235.8	1,302.6	1,319.7
(기타자본변동)	−4.9	−4.9	−4.9	5.0
비지배지분	-	-	-	-
자본총계	1,252.7	1,327.1	1,393.9	1,420.9
총차입금	348.8	316.9	300.0	270.0

* 투자부동산: 2023 628.8 / 2024 626.5 / 2025 624.1 / 1H26 623.0억원. 기타자본변동 = 기타자본구성요소(자기주식) + 기타포괄손익누계액. 1H26 자본금 75억원은 이익소각으로 발행주식 액면총액(74.3억원)과 다릅니다. 총차입금에 리스부채(1H26 1.3억원)는 포함하지 않았습니다.

12월 결산(별도)	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동 현금흐름	34.6	211.5	268.8	159.5	43.6
당기순이익	61.1	92.2	93.5	33.2	56.8
비현금항목의 가감	-	58.7	69.4	45.9	12.0
(감가상각비)	-	36.8	43.2	20.6	22.5
(외환손익)	-	−11.8	3.8	13.9	−8.5
(지분법평가손익)	-	-	-	-	-
(기타)	-	33.7	22.4	11.4	−2.0
영업활동 자산부채변동	-	77.2	134.8	98.5	−25.5
기타 현금흐름	-	−16.6	−28.9	−18.0	0.3
투자활동 현금흐름	−56.5	−50.5	−46.5	−31.7	−60.9
투자자산 감소(증가)	−1.0	−3.0	0.0	0.0	−44.0
유형자산 처분(취득)	−55.2	−55.3	−47.7	−31.8	−19.1
기타	−0.3	7.8	1.1	0.1	2.2
재무활동 현금흐름	−29.7	−65.6	−55.2	−47.8	−64.2
단기차입금의 증가(감소)	0.7	−101.9	−16.9	−15.0	−30.0
단기사채	-	-	-	-	-
장기차입금의 증가(감소)	1.4	70.0	0.0	0.0	0.0
장기사채	-	-	-	-	-
배당금의 지급	−14.9	−17.8	−26.8	−26.8	−29.7
기타	−16.9	−15.8	−11.5	−6.1	−4.4
현금의 증감	−51.1	98.2	163.8	73.0	−79.7
NOPLAT	58.8	85.5	90.4	45.7	28.6
FCF	−25.7	152.0	216.0	125.0	20.5

* 1H25·1H26 영업활동 현금흐름은 반기보고서 주석 36 기준입니다(본문 표기 192.7억·100.4억원과 다름 — 본문 4장 참조). 현금의 증감은 환율변동효과 포함이며, 하위 항목 합계는 반올림으로 ±0.1억원 어긋날 수 있습니다. 2023년 세부 조정 항목은 분석 대상 보고서에 없어 표기하지 않았습니다.

* 비현금항목(기타)에는 법인세비용·금융손익 조정이 포함되고, 기타 현금흐름은 법인세 납부(환급)입니다. 단기차입금 증감은 상환과 신규 차입을 합한 순액입니다.

* NOPLAT = 영업이익 × (1 − 유효세율; 1H26은 정상세율 20% 적용). FCF = 영업활동현금흐름 − 유형·무형자산 취득.

12월 결산(별도)	2023	2024	2025	1H26
[주당지표]				
EPS(원)	411	620	629	382
PER(배)	13.8	9.2	9.0	-
BPS(원)	8,427	8,928	9,377	9,559
PBR(배)	0.68	0.64	0.61	0.60
EBITDA/Share(원)	-	973	1,028	392
EV/EBITDA(배)	-	7.1	5.6	-
SPS(원)	11,224	11,389	12,011	6,845
PSR(배)	0.51	0.50	0.47	-
CFPS(원)	233	1,423	1,808	293
DPS(원)	120	180	200	-
성장성(%, YoY)				
매출액 증가율	-	1.5	5.5	20.3
영업이익 증가율	-	45.4	1.7	−37.8
순이익 증가율	-	50.9	1.4	71.3
EPS 증가율	-	50.9	1.5	71.3
수익성(%)				
ROIC	3.8	5.7	6.5	-
ROA	3.3	4.9	4.8	-
ROE	5.1	7.1	6.9	-
안정성(%)				
유동비율	141.4	172.7	184.6	161.6
부채비율	49.0	44.6	42.1	41.7
이자보상배율(배)	4.8	7.5	10.6	7.9

출처: 전자공시 DART, R-Advisory

* 주당지표는 14,865,000주 기준이며, PER·PBR·PSR·EV/EBITDA는 현재가 5,690원(2026.10.02) 기준입니다. 1H26 성장성은 1H25 대비, 1H26 주당지표는 반기 실적(연율화 안 함)입니다.

* EV = 시가총액 846억원 + 총차입금 − 현금성자산(연도말). ROIC = NOPLAT ÷ 기말 투하자본(자본총계 + 총차입금 − 현금성자산, 임대이익이 NOPLAT에 포함되므로 투자부동산 포함). ROA = 순이익 ÷ 평균 총자산(2023년은 기말 기준). 이자보상배율 = 영업이익 ÷ 금융비용(손익계산서). D8의 EBITDA/현금이자와 기준이 다릅니다.

기업가치 제고 진단

D1. 자본비용(COE)과 Equity Spread

원천: `valueup-benchmark-diagnosis` / 기준일 2026.10.02 · COE 입력값은 발행사 확인 값

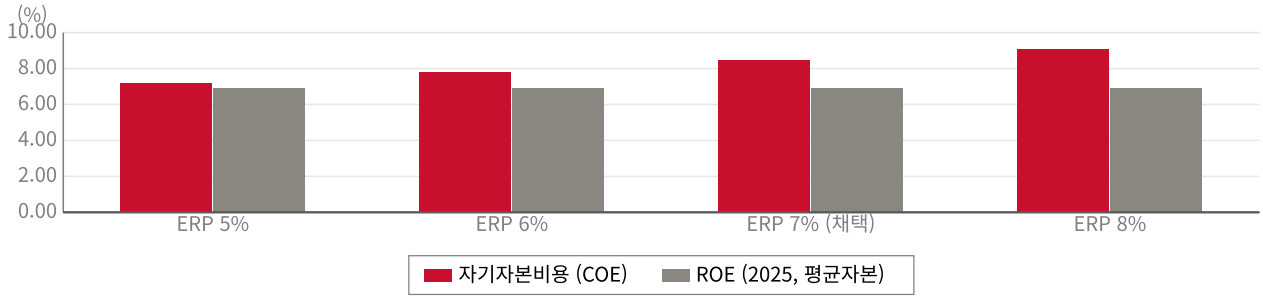
COE = Rf + β × ERP

입력	값	출처
Rf	4.006%	국고채 3년, 2026.09.23
β	0.6331	KOSDAQ × KSIC 27 산업 중위 베타*, 94사
ERP	7.0%	발행사 정책 상수 †
COE	**8.44%**	**Rf + β × ERP**

* 소형주 특성상 개별 베타 대신 산업 중위 베타를 적용했습니다. 산업 중위 베타 0.63은 시장보다 변동성이 낮은 업종이라는 뜻이며, 동사 주가가 2026년 두 차례 상한가를 기록한 실제 변동성과는 다를 수 있습니다. † ERP 7.0%는 관측치가 아니라 채택한 정책 상수입니다. 세 입력의 기준일이 다릅니다(Rf 2026.09.23 · β 산출일 · ERP 정책값). 손익분기 ERP는 4.27%(기말자본 ROE 기준, 발행사 확인)·4.53%(평균자본 ROE 기준)로, ERP 가정에 따라 Spread 부호가 바뀔 수 있습니다. 참고로 valueup-benchmark-diagnosis 스킬 기본 상수(Rf 3.788%·ERP 4.87%)를 쓰면 COE 6.87%로 Spread는 0에 가깝습니다.

연도	ROE	COE	Spread
2023	5.07%	8.44%	−3.37%p
2024	7.15%	8.44%	−1.29%p
2025	6.88%	8.44%	−1.56%p

ROE 대 자기자본비용 — ERP 감도 (2025)



자료: Rf 국고채 3년 2026.09.23 · β KSIC 27 중위 0.6331 · ERP 발행사 정책값, R-Advisory by KONNECT

→ 3개년 모두 Spread가 음(−)이며, 2024년에 가장 좁혀졌다가 2025년 다시 벌어졌다. 2026년 상반기 제조부문 영업이익률이 2.2%로 낮아진 만큼, 일회성 이익을 뺀 실질 ROE로는 Spread가 더 벌어질 가능성이 있다.

* 위 ROE는 평균자본 기준(valueup-benchmark-diagnosis 산식)입니다. 기말자본 기준 2025 ROE는 6.71%, Spread −1.73%p, 연간 경제적 손익 −24.1억원(발행사 확인 값)입니다. 감도표 COE는 Rf 4.006% + β 0.6331 × ERP로 계산했습니다.

결론: Spread를 양(+)으로 돌리는 주된 경로는 순이익률(5.2%) 개선이며, 투자부동산(624억원) 활용이 자산회전율 측 보조 경로다. 레버리지(1.43배)는 순차입금이 거의 없어 신용 관점과 상충하지 않는 범위가 넓지만, 이를 통한 ROE 개선은 수익성 개선을 대신하지 못한다.

D2. ROE 3분해 (2025)

ROE 3분해 (2025)

ROE		순이익률		총자산회전율		재무레버리지
6.88%	=	**5.24%**	×	**0.92회**	×	**1.43배**
평균자본 기준		개선고려		개선고려 투자부동산 제외 시 1.35회		유지

자료: 평균 총자산 1,949.6억원 · 평균 자본 1,360.5억원, 자체 계산, R-Advisory by KONNECT

* 평균 총자산 1,949.6억원, 평균 자본 1,360.5억원 기준. 평균 투자부동산(625.3억원)을 제외하면 회전율은 약 1.35회입니다.

D3. 업종 벤치마크 대비 신호등 — 헬스케어 (GICS 35)

원천: valueup-benchmark-diagnosis (결과지 서식 v2.1) / 기준일 2026.10.02 / 헬스케어 업종 모집단 13사
판정: 🟢 두 기준선 중 높은 쪽 이상 / 🟡 두 기준선 사이 / 🔴 낮은 쪽 미만 / ⚪ 기준선 없음·산출불가
종합판정: **주의 — 업종 목표 벤치마크 미달 구간** (위험 2 / 주의 3 / 양호 0 / 산출불가 1 / 참고 5)

지표	동사	업종 목표선	업종 실적선	판정
ROE	6.88%	12.1%	9.6%	🔴
PBR	0.61배	2.0배	2.4배	🔴
Equity Spread	−1.56%p	0	0	🟡 ‡
배당성향	28.61%	20%	37.4%	🟡
주주환원율	28.61%	28%	37.4% †	🟡
TSR(1년)	-	195%	-	⚪
배당수익률	3.51%	-	-	⚪
영업이익률	6.14%	-	-	⚪

목표 PBR 상한 = 목표 ROE 12.1% ÷ 업종 도출 COE 6.1% = 1.98배다. 현재 PBR 0.61배는 상한의 31% 수준이다. 이 갭은 ROE 갭(5.2%p)에서 나오며, 목표 ROE 없이 PBR 목표만 제시하면 백서 p.41이 경고한 「검증 부담」에 해당한다.

* 업종은 발행사 확인 분류(GICS 35, KSIC 27112)를 따랐습니다. 동사의 사업 형태(전자제품 위탁생산)는 GICS 정보기술(전자제조서비스)로 분류될 여지도 있으며, 정보기술로 대조하면 종합판정은 「위험 — 자본비용 미달 구간」(ROE 목표선 17.3%·실적선 14.8%)으로 더 낮아집니다.

* 배당성향·주주환원율은 2025년 현금흐름표상 배당금 지급액(26.8억원, 2024년 결산분) ÷ 2025년 순이익 기준입니다. 2025년 결산 DPS 200원 기준 배당성향은 31.8%입니다. ‡ Equity Spread는 두 기준선이 모두 0이어서 범례 대신 스킬 규칙(0 이상 🟢, −2%p 이상 🟡)을 적용한 판정을 그대로 옮겼습니다. † 주주환원율 실적선은 백서에 없어 시장 배당성향을 대용치로 썼습니다.

* TSR은 1년 전 주가 미입력으로 산출하지 않았습니다.

D4. 주주환원 설계 유형

- 최근 3년 누적 FCF ÷ 누적 순이익 = 144.5% (valueup-benchmark-diagnosis 산출)
- 현재 구조 : 산식·하한·목표가 없는 재량 결산배당 (DPS 100→120→180→200원)
- 해당 유형 : ④ 산식 기반 (FCF 또는 순이익 연동)
- 참고 산식 : Max(직전 연도 DPS, 순이익 × XX%) — 비율은 회사가 정할 사항

FCF가 순이익을 웃도는 동안에도 배당성향은 30% 안팎에 머물렀다. 다만 2024~2025년 FCF는 재고·채권 회수가 키운 것이어서, 이를 근거로 환원 여력을 크게 잡는 것은 2026년 상반기처럼 운전자본이 다시 늘 때 지속되기 어렵다. 환원 확대보다 먼저 「차입 270억원과 현금·금융자산 264억원의 동시 보유」를 정리하는 원칙이 필요한 구조다.

D5. KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단

공시 이력 확인: **B 공시사실만** (확인일 2026.10.04) — 2026년 3월 「기업가치 제고 계획」 공시(잡포스트 2026.10.02 보도, 발행사 확인). 공시 본문 미확보
채점 원천: 사업보고서·반기보고서 (공시 본문 미확보로 12항목 채점 보류)

#	항목	판정	비고
①~⑪	현황진단·목표·계획·소통 등 11개	미응답	공시 본문 미확보로 채점 보류
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	미응답	보고서상 지배구조 핵심지표 충족 확인 0개(4주 전 소집공고·전자투표·배당 예측가능성·집중투표·이사회 성별 다양성·감사 회계전문가 지정 모두 미충족)

노려볼 항목: ② COE 분석 — 동사 Spread가 ERP 가정에 따라 −0.3~−2.2%p로 움직이므로, 산출 모형·가정을 공개하는 것 자체가 투자자 신뢰에 직결된다. ⑫ 지배구조 — 배당 예측가능성(정관 개정)은 동사가 「검토하겠습니다」로 적어 둔 항목이라 이행 일정만 제시하면 된다.

* 헬스케어 업종에서 시장평가(PBR) 목표를 제시한 기업은 8%입니다(valueup-benchmark-diagnosis). 스킬이 제시율 기준으로 꼽는 항목은 ②·⑪이며, 본 리포트는 ⑪(영문공시) 대신 ⑫를 골랐습니다 — 동사가 사업보고서에 배당절차 개선을 「검토하겠다」고 이미 적어 둔 항목이라 이행 일정 제시만으로 개선이 가능하기 때문입니다.

D6. 레이먼인덱스 포지셔닝 — KOSDAQ × KSIC 27 상위 10% 대비

지수값 원천: 발행사 확인 값 (R-계보, FY2023~FY2025)
판정 원천: raymonds-index-benchmark-review / 벤치마크 기준일 2026.07.06 (FY2025 분포)

지표	2023	2024	2025	μ	T	갭(vs T)	판정	추세
CEI 자본효율	82.4	82.6	80.0	51.8	83.4	−3.4	🟢 양호	→
CGI 현금거버넌스	65.0	63.5	65.5	52.2	75.1	−9.6	🟢 양호	→
RII 재투자강도	44.6	69.9	39.5	47.5	84.3	−44.8	🟡 주의	↓
MAI 시장적응·모멘텀정합	72.1	68.4	48.8	63.1	86.5	−37.7	🟡 주의	↓
종합(등급)	62.76 (B+)	70.54 (A−)	55.96 (B+)					↓

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · FY2025 · KOSDAQ × KSIC 27

발행사 확인 값(R-계보). CEI·CGI·RII·MAI 는 100점 환산 절대 점수, WP 는 0~1 악화확률이다.

CEI 자본효율	**80.0**	업종 백분위 91.2%. 상위 10% 평균(83.4)에 **3.4점 차**로 근접했다.
CGI 현금거버넌스	**65.5**	업종 평균 52.2 상회(백분위 79.1%). 3년간 63.5~65.5로 정체.
RII 재투자강도	**39.5**	업종 평균 미달(백분위 18.7%). **투자괴리율 CRITICAL** — 현금은 쌓는데 투자하지 않음.
MAI 시장적응	**48.8**	72.1→68.4→48.8, **2년 연속 하락**. 업종 평균 63.1 미달(백분위 16.5%).
WP 악화위험도	**0.0262**	LOW. 업종 백분위 10.8%로 저위험 쪽. 관계위험 0.0373도 LOW(측정 단위가 달라 벤치마크 대조 제외).

자료: 발행사 확인 값, raymonds-index-benchmark-review, R-Advisory by KONNECT

4분면 판정: ② 안전하나 비효율 — 위험 축은 깨끗하나 재투자(RII)·시장적응(MAI)이 업종 평균에 못 미친다. RII는 FY2023·FY2025에 「투자괴리율 CRITICAL +50.0%p — 현금은 쌓는데 투자는 하지 않음」 경고가 붙었고, MAI는 2년 연속 하락했다.

이는 본문 6장의 「차입과 현금 동시 보유·임대자산 비중」, D1의 Spread 음수와 같은 병목을 가리킨다. 개선 경로는 투자 확대 자체가 아니라, CEI(ROIC)가 받쳐 주는 범위에서 축적 현금의 용처(차입 상환·생산 투자·환원)를 정하고 공시하는 것이다.

* 관계위험 0.0373은 발행사 산출값으로, 벤치마크 분포와 측정 단위가 달라 μ·T 대조를 하지 않고 등급(LOW)과 업종 백분위 0.0%로 판정했습니다.

* 운영 WP(v8.2.0)와 분기 WP(0.0031~0.0052)는 서로 다른 모델이며 위 표는 운영 WP입니다. WP는 0~1 스케일, CEI·CGI·RII·MAI는 0~100 스케일입니다.

* 특별규칙(자본배분 위반) 해당 없음 — 현금/유형자산 0.68배.

D7. 저PBR 위치 진단

구분	값
동사 PBR (2025Q4)	0.56배
동사 PBR (2026.10.02)	0.61배
저PBR 임계	0.69배
섹터 내 백분위	3.6%
업종 중위 PBR (KSIC 27, 106사)	1.58배
저PBR 공시대상 연속	6개 반기 (2023Q2~2025Q4)

* 발행사 확인 값. 백분위는 낮을수록 저PBR입니다. 현재 PBR 0.61배는 BPS 9,377원(2025년 말 자본 ÷ 현재주식수) 기준입니다. Peer 자동선정은 2사(1사 적자)에 그쳐 대표성이 없으므로 업종 중위를 비교 기준으로 썼습니다.

리스크 방향 — 동사는 6개 반기 연속 저PBR 공시대상이며, 섹터 하위 3.6%에 위치한다. 같은 업종 중위 기업보다 영업이익률(6.1% vs 2.85%)과 ROE(6.9% vs 2.04%)가 높은데도 PBR은 업종 중위(1.58배)의 3분의 1이다. 시장은 이익 수준보다 고객 집중·공시 정보 부족·자본배분을 더 크게 할인하고 있는 것으로 해석된다. 2026년 상반기 제조 마진 하락이 이어지면 할인이 풀릴 근거는 약해진다.

반대 방향 — 동시에 이는 업종 대비 수익성 지표가 열위가 아니라는 사실도 보여준다. 할인 요인이 공시·자본배분 쪽에 있다면, 그것은 회사가 통제할 수 있는 영역이다.

D8. 한기평 기준 재무건전성 신호등

> 원천: financial-benchmark-review / 기준일 2026.10.04 · **D3(기업가치 제고 관점)과 기준이 다릅니다**

지표	2024	2025	LTM 1H26	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	44.6%	42.1%	41.7%	≤100%	100~200%	>200%	↓	🟢
차입금의존도	16.5%	15.1%	13.4%	≤30%	30~45%	>45%	↓	🟢
순차입금/EBITDA	1.28배	0.03배	0.26배	≤2배	2~3.5배	>3.5배	↑	🟢
EBITDA/이자비용(현금)	11.3배	17.4배	17.1배	≥5배	3~5배	<3배	→	🟢
영업이익률	6.4%	6.1%	4.5%	≥8%	0~8%	적자	↓	🟡
EBITDA마진	8.5%	8.6%	6.8%	≥12%	5~12%	<5%	↓	🟡
ROE	7.1%	6.9%	8.5%	≥10%	0~10%	적자	↑*	🟡
OCF/영업이익 (이익의 질)	1.96배	2.45배	1.74배	≥0.8배	0.5~0.8배	<0.5배	↓	🟢
현금성자산/단기성차입	0.53배	1.29배	0.87배	≥1배	0.5~1배	<0.5배	↓	🟡
유동비율	172.7%	184.6%	161.6%	≥150%	100~150%	<100%	↓	🟢

- 신용 관점: 양호 — 레버리지·커버리지 전 지표 🟢, 생존 리스크 낮음
- 주식 관점: 미흡 — 수익성 3개 지표 🟡, 영업이익률·EBITDA마진 하락 추세
- 교차 판정: 「이익↓ + 현금 풍부」 유형 — 신용 안정 / 주식 부정

* LTM ROE 8.5%는 법인세 환급(약 11억원)과 순환차익을 포함한 값으로, 상승 추세로 읽지 않습니다.

* 2023년: 부채비율 49.0%·차입금의존도 18.7%·현금/단기차입 0.10배(🔴)·OCF/영업이익 0.47배(🔴). 2023년 EBITDA는 상각비 미확보로 산출불가.

* 이자비용 분모는 금융기관 차입금 이자(현금) 기준입니다. 2025년 금융원가 10.4억원 vs 차입금 이자 8.8억원(갭 1.6억원 = 임대보증금 현재가치할인차금 상각 등 비현금)으로 2배 미만입니다.

* LTM 현금성자산에 당기손익-공정가치측정 유동금융자산 20.1억원을 포함했습니다. 단기성차입은 1H26 단기차입금 200억원 + 유동성장기차입금 70억원입니다.

회계 품질 플래그

✔	**F1 미분해 손익**	1H26 세전−영업 21.2억원 > 영업이익×50%. 분해 결과 순외환이익 16.5억원이 주원인(본문 3장)
☐	F2 손실+법인세비용	해당 없음 — 오히려 1H26 유효세율 0.3%(경정청구 환급, 환급액 미공시)
☐	F3 비현금 금융원가	해당 없음 (갭 2배 미만)
☐	F4 채권 역행	해당 없음 (매출 감소 연도 없음)
☐	F5 흑자인데 OCF 음	해당 없음 (단 2023년 OCF/영업이익 0.47배)
☐	F6 손상 미인식 의심	해당 없음
✔	**추가 — 반기 CF 본문**	영업활동현금흐름에 반기순이익 이중 가산(1H25·1H26), 환율변동효과 칸으로 상쇄

✔ 검출 — 회계사 관점 심층 검토 권장(accounting-quality-review) ☐ 미검출

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

Compliance Notice

[발행사 정보]

R-Advisory
R-Advisory Team
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 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 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	2026.10.04
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: 2026.10.03

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

* 증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다.

* 본문 인용 외부 자료: MedTech Dive(2026.02.05) · 더구루(2026.09) · 카운터포인트리서치(2026.01) · iData Research(2026.09.18) · 다음/인베스트조선(2026.04) · 톱스타뉴스(2026.01.06·01.12) · 잡포스트·중앙이코노미뉴스(2026.10.02). URL은 논거카드 파일에 정리했습니다.

R – Advisory

BY KONNECT

R–Advisory by KONNECT

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