R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

디와이씨 (310870, KOSDAQ)

방산 편입과 상반기 이익 반등, 재고·차입·고객 집중이 먼저 풀어야 할 과제

SUMMARY

1. 2000년 설립, 2021년 기업인수목적회사 합병으로 상장한 구동부품 수출기업
2. 상위 2개 고객 매출 비중 78%, 수주잔고·시장점유율은 비공개
3. 상반기 매출 697억원·영업이익 63억원, 영업현금흐름은 -26억원
4. 방산 자회사 영업이익률 인수 전 39%에서 올해 상반기 7%로 하락
5. 총차입금 2년 반 새 2.1배, 재고자산은 시가총액의 1.35배
6. 직전 4개 분기 PER 4.2배·PBR 0.52배, 현금배당성향 11%

이 리포트의 결론

동사의 2026년 상반기 이익 반등은 인수 효과가 아니라 기존 자동차부품 사업에서 나왔다. 그러나 같은 기간 매출채권이 두 배가 되며 영업현금흐름은 -26.5억원이었고, 총차입금은 516억원까지 늘었다. **낮은 PER·PBR은 저평가의 증거로만 읽기보다 고객 집중·재고·차입·자회사 수익성에 대한 할인으로 함께 읽을 필요가 있다.**

확인할 항목: 하반기 매출채권 회수와 순차입금 변화, 방산 자회사 이익의 인수 당시 수준 회복 여부. 모두 2026년 사업보고서에서 확인할 수 있다.

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
현재주가	1,436원 (26.10.16)
시가총액	314.8억원
발행주식수	21,922,602주
유동주식수	13,010,312주
유동주식비율	59.36%
52주 최저/최고	1,156원 / 1,955원
자본금 / 액면가	21.9억원 / 100원
3개월 일평균거래대금	2.0억원
외국인지분율	-
PER / PBR	4.2배 / 0.52배

현재주가·시가총액은 2026.10.16 종가 기준. 52주 최저·최고는 종가 기준. PER은 직전 4개 분기 순이익, PBR은 2026.06.30 자기자본 기준. 외국인지분율은 확인되지 않아 표기하지 않았습니다

▶ 주주현황

이종훈 (대표이사)	24.90%
㈜시알홀딩스	8.45%
LIG디펜스&에어로스페이스	5.63%
자기주식	1.66%
기타	59.36%

2026.06.30 반기보고서 기준. 자사주 468,573주 소각 결의(2026.10.15, 소각 예정일 10.23) — 소각 후 발행주식수 21,454,029주

▶ 기준일

재무	2026.06.30 반기보고서
시장	2026.10.16 종가
지수	2026.10.13~18 산출

SUMMARY FINANCIAL DATA 연결, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H26
매출액	1,224.2	1,001.1	1,110.4	697.1
영업이익	91.4	49.0	51.2	62.9
영업이익률 (%)	7.5	4.9	4.6	9.0
지배주주순이익	44.0	6.3	36.7	56.8
EPS (원)	213	31	178	272
자본총계	509.9	507.3	539.9	610.6
영업활동현금흐름	194.2	48.8	131.3	-26.5
순차입금	188.4	241.7	367.6	472.3
ROE (기말, %)	8.6	1.2	6.8	-

자료: 전자공시 DART(2025 사업보고서·2026 반기보고서, 연결), R-Advisory · 1H26은 반기 누적, 연율화하지 않음

1. 회사 개요

2000년 설립, 2021년 코스닥에 상장한 자동차 구동부품 가공 전문기업

마진노트 — 후륜·사륜 구동계 정밀가공 부품 수출기업. 매출의 약 9할이 해외 1차 협력사향

동사는 2000년 삼익THK의 자동차 부품사업부가 분사해 설립됐다(반기보고서 연결 주석 1). 2021년 12월 한국제8호기업인수목적㈜(스팩)와 합병해 코스닥에 상장했다. 주력 제품은 샤프트·플랜지·피니언·디프케이스·요크·링기어다. 모두 엔진·모터의 회전력을 바퀴로 전달하는 구동계 부품이다. 동사는 이 부품을 완성차보다 GKN·ZF·AAM 같은 글로벌 1차 협력사에 주로 공급한다. 즉 동사는 단순 국내 부품사가 아니라 해외 1차사 공급망 안의 2차 협력사다. 2025년 매출 1,110억원 중 수출이 1,006억원(90.6%)이다. 2025년 7월에는 방산 부품사 신세계정공(현 디와이씨다이나믹스) 지분 100%를 130억원에 인수했다. 이에 따라 2026년 상반기 연결 매출에서 방산 비중은 7.1%가 됐다.

마진노트 — 상반기 이익 반등과 동시에 커진 재고·차입·고객 집중. 숫자로 판정할 대상

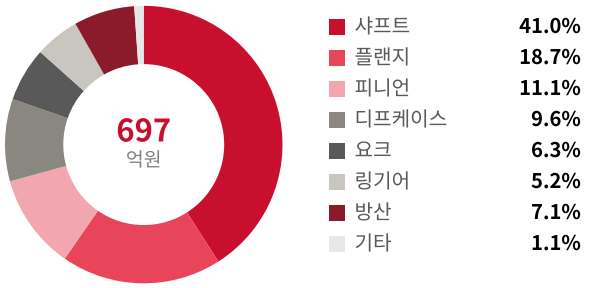
이 리포트의 결론은 한 문장이다. 동사의 2026년 상반기 이익 반등은 본업에서 나온 실적이지만, 그 이익을 받치는 재무 구조는 오히려 무거워졌다. 첫째, 상위 2개 고객이 매출의 78%를 차지한다. 둘째, 재고자산 425억원이 시가총액 315억원보다 크다. 셋째, 총차입금은 2023년 말 244.7억원에서 2026년 6월 말 516억원으로 늘었다. 넷째, 인수한 방산 자회사는 인수 전 수익성을 아직 보여주지 못했다. 투자자는 낮은 PER·PBR을 저평가의 증거로만 읽기보다, 이 네 가지 부담에 대한 시장의 할인으로 함께 읽을 필요가 있다고 판단된다.

디와이씨 주가 추이 (원, 2026.04.20~10.16 종가)



자료: 한국거래소 일별 시세(발행사 수집), R-Advisory

디와이씨 제품별 매출비중 (2026년 상반기)



자료: 전자공시 DART(반기보고서 II-2), R-Advisory

그림1 디와이씨 (연결) 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 억원, %)

구분	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	1,224.2	1,001.1	1,110.4	518.4	697.1
└자동차부품	1,224.2	1,001.1	1,064.5	518.4	647.6
└방산(금속가공품)	-	-	45.9	-	49.4
영업이익	91.4	49.0	51.2	29.2	62.9
영업이익률	7.5	4.9	4.6	5.6	9.0

자료: 전자공시 DART(사업보고서·반기보고서 연결 주석 영업부문), R-Advisory

※ 2025년 방산 매출은 인수 후 5개월(2025.08~12)분. 부문 매출은 연결조정 전 금액이며, 2025년 자동차부품은 연결 매출에서 방산 매출을 차감한 값이다.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 자동차부품 수출 기반 위에 방산 부품 사업을 더해 포트폴리오를 다각화하고 성장 기반을 마련하고 있다고 설명한다(2025년 사업보고서 I-1).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 자동차부품 매출 1,064.5억원은 2023년 1,224.2억원보다 13.0% 적다. 연결 매출 증가(+10.9%, YoY)에는 방산 편입분 45.9억원이 포함돼 있다.
  - 2026년 상반기 자동차부품 매출은 647.6억원으로 전년 동기 518.4억원 대비 24.9% 늘었다. 상반기 반등은 인수 효과가 아니라 기존 사업에서 나왔다.
  - 영업이익은 2023년 91.4억원에서 2025년 51.2억원으로 44% 줄었다. 상반기 62.9억원이 하반기에도 이어지는지는 아직 공시로 확인되지 않는다.

그림2 디와이씨 제품별 매출비중 추이 (단위: %)

품목	2023	2024	2025	1H26
샤프트	44.4	46.5	45.1	41.0
플랜지	21.5	21.2	20.0	18.7
피니언	13.4	10.3	9.5	11.1
디프케이스	8.8	8.3	8.1	9.6
요크	4.2	4.8	6.0	6.3
링기어	7.0	8.0	6.5	5.2
방산	-	-	4.1	7.1
기타	0.8	0.8	0.7	1.1

자료: 전자공시 DART(사업보고서·반기보고서 II-2), R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 하이브리드차 모터 샤프트와 전기차 구동모터 로터 샤프트를 신규사업으로 진행하고 있다고 밝혔다(반기보고서 II-2).
- **숫자기반 해석**:
  - 샤프트 비중은 2024년 46.5%에서 2026년 상반기 41.0%로 낮아졌고, 친환경차용 매출은 따로 공시되지 않는다.
  - 방산을 빼면 매출의 92.9%가 여전히 내연기관·하이브리드 구동계 부품이다. 제품 구성의 변화는 인수에서 왔다.

그림3 디와이씨 주요 연혁과 지배구조

시기	사건
2000.10	삼익오토텍 설립(삼익THK 자동차부품사업부 분사)
2005~2011	호주 DANA, 미국 GETRAG·AAM, ZF, GKN Driveline과 거래 개시
2015.10	최대주주 이종훈으로 변경, 대표이사 취임
2021.12	한국제8호기업인수목적㈜와 합병, 코스닥 합병신주 상장
2022.04	투자 자회사 디와이씨인베스트먼트 설립
2025.07	신세계정공(현 디와이씨다이나믹스) 지분 100% 인수, 130억원
2026.01	이종훈 대표이사 복귀(이종훈·임동하 각자대표), 이사회 의장 겸임
2026.06	LIG디펜스&에어로스페이스(구 LIG넥스원) 대상 제3자배정 유상증자 20억원
2026.10	자사주 468,573주 소각 결의(2026.10.23 소각 예정)

자료: 전자공시 DART, 아시아경제(2026.10.15), R-Advisory

※ 지분율(2026.06.30): 이종훈 24.90%, ㈜시알홀딩스 8.45%, 엘아이지디펜스앤에어로스페이스㈜ 5.63%. 종속회사 디와이씨다이나믹스(100%, 연결)·디와이씨인베스트먼트(100%, 연결).

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 최대주주가 대표이사로 복귀해 의사결정 속도를 높이고, 방산 대기업의 지분 참여로 전략적 협력 관계를 넓히고 있다고 설명한다(반기보고서 I-2, 뉴스핌 인터뷰 2026.10.07).
- **숫자기반 해석**:
  - 이사회 5명 중 사외이사는 2명이고, 감사위원회 없이 상근감사 1명이 감사업무를 맡는다(반기보고서 VI). 대표이사와 이사회 의장을 같은 사람이 맡는다.
  - LIG디펜스&에어로스페이스의 지분은 5.63%이며 공급계약·업무협약 공시는 확인되지 않는다. 협력 범위는 아직 공시로 확인되지 않는다.

2. 경쟁우위와 그 한계

오래된 공급 관계는 진입장벽이지만, 가격과 물량의 결정권은 고객에게 있다

마진노트 — 15년 이상 이어진 해외 1차사 거래 관계 보유. 다만 수주잔고·점유율 비공개

동사의 경쟁우위는 고객 관계의 길이에서 나온다. 동사는 2005년 DANA를 시작으로 GETRAG·AAM·ZF·GKN·Feintool과 차례로 거래를 텄다. 자동차 부품은 한 차종이 단종될 때까지 5~10년, 보수용 부품까지 최대 15년 공급이 이어진다(사업보고서 II-7). 신규 업체가 같은 자리를 얻으려면 품질 인증과 양산 설비, 고객 신뢰를 함께 갖춰야 한다. 동사는 마찰압접(두 금속을 회전 마찰열로 붙이는 공법)과 고주파 열처리 기술을 보유하고 있다. 이는 중공축(속이 빈 경량 샤프트) 양산 원가를 낮추는 데 쓰인다. 또한 동사는 하이브리드차의 모터 샤프트와 전기차 구동모터 로터 샤프트를 신규 사업으로 진행하고 있다. 다만 동사는 2차 협력사여서 시장점유율을 산정하기 어렵다고 밝혔다. 수주현황도 영업기밀을 이유로 기재를 생략했다(사업보고서 II-4). 이에 따라 투자자가 확인할 수 있는 해자의 근거는 거래 이력과 고객 구성뿐이다.

그림4 디와이씨 매출 10% 이상 고객 비중 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	1H25	1H26
제1고객 매출	459.0	508.7	242.2	288.4
제2고객 매출	351.0	357.4	175.0	256.4
상위 2개사 합계	810.0	866.1	417.2	544.8
연결 매출 대비	80.9	78.0	80.5	78.2

자료: 전자공시 DART(연결 주석 영업부문 정보), R-Advisory

※ 공시는 고객명을 밝히지 않고 「A사」「B사」로만 표기한다(본 리포트의 제1·제2고객). 사업보고서 IV는 주요 고객사로 GKN·ZF·AAM·GM코리아·엘지마그나이파워트레인·Feintool·Magna를 열거한다.

마진노트 — 주요 고객사 간 합병 발생. 동사 의존도에 미치는 영향은 미확인 가설

고객 집중은 최근 더 무거운 의미를 가질 수 있다. 미국 AAM은 2025년 1월 GKN Automotive의 모회사 Dowlais 인수를 발표했다. 인수는 2026년 2월 3일 완료됐고, AAM은 사명을 Dauch Corporation으로 바꿨다(Automotive World, 2026.02.03). 사업보고서는 주요 고객사를 GKN·ZF·AAM 순으로 적는다. 제1·제2고객이 누구인지는 공시되지 않는다. 두 고객 중 한 곳 이상이 GKN 또는 AAM이라면, 합병 후 Dauch 그룹 한 곳에 대한 의존도는 기존보다 높아진다. 이는 공시로 확인되지 않는 가설이며, 회사 IR로 확인할 수 있다. 합병 이후 구매 조직이 통합되면 단가 협상력은 고객 쪽으로 더 기울 수 있다. 실제로 판가와 원재료 가격의 관계에서도 같은 구조가 보인다. 동사 샤프트 수출 단가는 2023년 13,418원에서 2026년 상반기 15,389원으로 14.7% 올랐다. 같은 기간 탄소강(S45C) 매입 단가는 1,120원/kg에서 1,106원/kg으로 거의 같았다. 판가 상승은 원가 전가보다 제품 구성과 환율의 영향일 가능성이 있다. 다만 회사는 원인을 공시하지 않았다. 결론적으로 동사의 진입장벽은 실재하지만, 그 장벽이 가격 결정력으로 이어진다는 근거는 공시에서 찾기 어렵다고 판단된다.

그림5 디와이씨 주요 판가와 원재료 단가 추이 (단위: 원/개, 원/kg)

구분	2023	2024	2025	1H26
샤프트 수출 단가	13,418	13,951	14,802	15,389
플랜지 수출 단가	13,112	13,129	13,113	13,764
디프케이스 수출 단가	19,389	18,589	19,845	22,725
탄소강 S45C 등	1,120	1,106	1,069	1,106
합금강 SCM440H 등	1,499	1,434	1,382	1,420
전체 가동률(%)	66.8	62.2	66.9	71.3

자료: 전자공시 DART(사업보고서·반기보고서 II-2, II-3), R-Advisory

※ 단가는 품목별 판매금액 ÷ 판매수량(회사 산정). 1H26 가동률은 반기 생산능력 대비 실적.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 품질·원가·납기 경쟁력과 15년 이상의 해외 공급 경험으로 신규 경쟁사보다 우월한 위치에 있다고 설명한다(사업보고서 II-7).
- **숫자기반 해석**:
  - 상위 2개사 비중은 2024년 80.9%, 2025년 78.0%, 2026년 상반기 78.2%로 80% 안팎에 고정돼 있다. 고객 다변화는 숫자로 나타나지 않는다.
  - 전체 가동률은 2023년 66.8%에서 2026년 상반기 71.3%로 올랐다. 링기어(50.8%)·방산(48.0%) 라인은 절반 수준만 가동되고 있다.
  - 사업보고서 IV에 열거된 고객 7개사 중 GKN과 AAM이 2026년 2월 한 그룹이 됐다. 제1·제2고객이 이 그룹에 속하는지는 공시로 확인되지 않는다.

3. 실적의 실체

올해 이익 반등은 본업에서 나왔지만, 현금은 아직 따라오지 않았다

마진노트 — 2분기 영업이익률 두 자릿수 회복. 같은 기간 매출채권 두 배 증가

동사는 2026년 상반기 매출액 697.1억원(+34.5%, YoY), 영업이익 62.9억원(+115.3%, YoY)을 기록했다. 2분기만 보면 매출액 365.4억원(+41.9%, YoY), 영업이익 37.3억원으로 영업이익률이 10.2%다. 전년 2분기 영업이익률은 1.8%였다. 매출총이익률은 상반기 25.4%로 전년 동기 22.1%보다 3.3%p 높아졌다. 가동률(2025년 연간 66.9%, 2026년 상반기 71.3%)과 판가가 함께 오른 영향으로 해석될 수 있다. 원인은 공시되지 않았다. 방산 부문 영업이익은 3.5억원에 그쳐, 상반기 증익분 33.7억원의 대부분은 자동차부품에서 나왔다. 즉 상반기 반등은 인수 효과가 아니라 본업 회복이다.

그러나 현금흐름은 반대 방향이었다. 상반기 OCF(영업활동현금흐름, 영업에서 실제로 들어온 현금)은 -26.5억원이다. 매출채권이 122.2억원에서 244.8억원으로 122.6억원 늘었고, 재고자산도 25.1억원 늘었다. 이에 따라 상반기 말 현금은 44.0억원으로 연초 84.2억원의 절반이 됐다. 1분기 말 현금은 16억원까지 내려갔다(IB토마토, 2026.05.27). 동사는 상반기에 장기차입금 80.3억원을 새로 빌렸다. 6월에는 LIG디펜스&에어로스페이스 대상 유상증자 20억원을 받았는데, 이 돈은 처음부터 방산 자회사 지분 취득 용도였다(반기보고서 III-7). 다만 매출채권은 전년 상반기에도 72.6억원 늘었다가 하반기에 줄었다. 상반기 현금 유출의 일부는 계절적 요인일 수 있다. 결과적으로 투자자는 상반기 이익을 하반기 매출채권 회수와 함께 확인해야 그 질을 판단할 수 있다고 판단된다.

그림6 디와이씨 분기 실적과 현금흐름 (단위: 억원, %)

구분	2Q25	1Q26	2Q26	1H25	1H26
매출액	257.6	331.7	365.4	518.4	697.1
영업이익	4.7	25.6	37.3	29.2	62.9
영업이익률	1.8	7.7	10.2	5.6	9.0
영업활동현금흐름	-	-	-	2.0	-26.5
매출채권 증가	-	-	-	-72.6	-119.7
기말 현금	22.2	-	44.0	22.2	44.0

자료: 전자공시 DART(반기보고서 연결 손익계산서·현금흐름표), R-Advisory

※ 1Q26은 반기 누적에서 2분기를 차감한 값. 매출채권 증가는 현금흐름표 운전자본 변동액(현금 감소 방향은 음수).

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 친환경차 부품 견적요청 증가와 방산 부품 판매 확대를 성장 배경으로 든다(사업보고서 II-1, II-6).
- **숫자기반 해석**:
  - 상반기 영업이익 62.9억원 중 방산 부문 몫은 3.5억원(5.6%)이다. 증익 33.7억원 중 31.1억원이 자동차부품 부문에서 나왔다.
  - 영업이익 62.9억원에 대해 OCF는 -26.5억원이다. 매출채권 회전일수는 2025년 말 40일 수준이었으나 상반기 말 잔액 244.8억원은 2분기 매출의 61일분이다.
  - 세전이익 73.6억원에는 기타영업외수익 17.5억원(전년 동기 12.8억원)이 들어 있다. 세부 항목은 반기보고서에서 확인되지 않는다.

4. 운전자본

재고가 시가총액보다 크다 — 수출 물류 구조의 부담을 주주가 함께 진다

마진노트 — 북미 30일·유럽 40일 해상 운송과 2~4주 안전재고. 매출원가의 반년치에 가까운 재고

동사의 재고자산은 2026년 6월 말 425.4억원이다. 이는 시가총액 314.8억원의 1.35배다. 2025년 말 평가충당금 차감 전 재고 429.4억원 중 제품이 343.5억원(80.0%)이다. 재고자산회전일수(재고 ÷ 연간 매출원가 × 365)는 2023년 137일, 2024년 163일, 2025년 169일로 길어졌다. 동사는 그 이유를 수출 구조에서 찾는다. 북미까지 약 30일, 유럽까지 약 40일의 물류 기간이 걸리고, 고객 협의에 따라 2~4주치 안전재고를 운영한다(사업보고서 II-7). 이 설명은 70일 안팎의 재고를 정당화한다. 그러나 169일은 그 두 배를 넘는다. 재고평가충당금(재고 가치 하락분을 미리 비용 처리한 금액)은 2024년 말 18.2억원에서 2025년 말 29.1억원으로 늘었다. 특히 제품평가충당금이 7.2억원에서 16.9억원으로 2.4배가 됐다. 이는 오래 쌓인 제품의 가치 하락이 2025년 손익에 반영되기 시작했다는 뜻으로 해석된다. 2026년 상반기에는 상황이 다소 나아졌다. 재고는 6.3% 늘었지만 매출은 34.5% 늘었고, 재고평가손실은 0.3억원으로 전년 동기 6.6억원보다 크게 줄었다. 평가충당금 합계는 29.4억원으로 연초와 비슷하다. 그럼에도 투자자는 재고를 매출 회복의 대기 물량보다 차입으로 떠안은 자산으로 먼저 읽을 필요가 있다고 판단된다.

그림7 디와이씨 운전자본 지표 (단위: 억원, 일)

구분	2023	2024	2025	1H26
재고자산	361.9	356.3	400.3	425.4
ㄴ제품	-	295.0	343.5	360.1
재고평가충당금	-	18.2	29.1	29.4
재고자산회전일수	137	163	169	-
매출채권	134.9	107.6	122.2	244.8
매출채권회전일수	40	39	40	-
매입채무	144.7	103.3	122.6	149.4
재고 ÷ 시가총액(배)	-	-	-	1.35

자료: 전자공시 DART(연결 주석 10), R-Advisory

※ 회전일수는 연간 값만 표기(반기 연율화 미사용). 시가총액은 2026.10.16 기준 314.8억원. 제품 금액은 평가충당금 차감 전.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 해외 물류 차질이 고객에게 치명적이므로 2~4주치 안전재고를 유지하고 있으며, 이는 고객 신뢰의 근거라고 설명한다(사업보고서 II-7).
- **숫자기반 해석**:
  - 운송 40일과 안전재고 4주를 더해도 약 70일이다. 2025년 회전일수 169일과는 약 100일의 차이가 남는다. 그 차이의 내역은 공시로 확인되지 않는다.
  - 2025년 재고평가손실은 6.1억원으로 전년 2.3억원의 2.6배다. 재고 일부는 경산공장 재고 일체가 한국수출입은행에 담보로 제공돼 있다(설정액 16.1억원, 반기보고서 주석 33).

5. 방산 자회사

방산 자회사는 인수 전 수익성을 아직 재현하지 못했다

마진노트 — 인수 당시 외부평가 예측치 대비 상반기 이익 달성률 저조. 협력사 등록은 늘었으나 이익 확인은 미완

동사는 2025년 7월 31일 신세계정공 지분 100%를 현금 130억원에 인수했다. 식별가능한 순자산 공정가치는 117.1억원이고, 영업권 12.9억원과 고객관계 무형자산 19.7억원을 인식했다(사업보고서 연결 주석 37). 이 회사는 신관(포탄 기폭장치) 부품과 미사일 자세제어장치 구성품을 만든다. 이종훈 대표이사는 고객으로 한화 계열사·LIG디펜스&에어로스페이스·풍산FNS를, 제품으로 천궁-II·현궁·천무 관련 부품을 들었다(뉴스핌, 2026.10.07). 유도무기 부품 누적 납품은 1만3천 개를 넘었다(아시아경제, 2026.09.09).

문제는 인수 전후 수익성 차이다. 인수 전 7개월(2025.01~07) 이 회사는 매출 78.1억원, 영업이익 30.4억원을 올렸다. 영업이익률 38.9%다. 인수 후 5개월(2025.08~12) 영업이익률은 14.6%, 2026년 상반기는 7.1%로 낮아졌다. 인수 당시 외부평가기관(안세회계법인)은 2026년 매출 134.8억원, 영업이익 25.4억원을 예측했다(반기보고서 XI). 상반기 실적은 매출 49.4억원(예측치의 37%), 영업이익 3.5억원(14%)이다. 방산 매출은 납품 시점에 따라 하반기에 몰릴 수 있다. 그럼에도 인수가 130억원을 정당화한 이익 수준은 아직 숫자로 확인되지 않는다. LIG디펜스&에어로스페이스가 납입한 20억원은 2026년 7월 14일 이 자회사의 유상증자에 전액 투입됐다(반기보고서 III-7). 즉 방산 사업은 아직 이익을 돌려주는 단계가 아니라 자본을 더 받는 단계다.

그림8 디와이씨다이나믹스 인수 전후 실적 (단위: 억원, %)

구분	인수 전 2025.01~07	인수 후 2025.08~12	2026년 상반기	외부평가 예측 2026년(연간)
매출액	78.1	45.9	49.4	134.8
영업이익	30.4	6.7	3.5	25.4
영업이익률	38.9	14.6	7.1	18.8
당기순이익	21.9	9.3	2.4	20.3

자료: 전자공시 DART(사업보고서 연결 주석 37, 연결 주석 31 영업부문, 반기보고서 XI-4 「합병등의 사후정보」), R-Advisory

※ 인수 전 실적은 사업보고서 연결 주석 37의 피취득회사 요약손익계산서(2025.01.01~07.31). 인수 후는 연결 영업부문(금속가공품) 기준이며 연결조정 전 금액. 외부평가 예측치는 별도 기준으로 기간이 다르다.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 2025년 실적이 외부평가 예측치(매출 123.6억원, 영업이익 22.8억원)를 넘어섰고, 방산 부품 판매 확대로 성장세를 이어가고 있다고 설명한다(반기보고서 XI-4, 사업보고서 II-1).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 연간 영업이익 37.1억원 중 30.4억원(82%)은 인수 전 7개월에 났다. 동사 연결에 들어온 몫은 6.7억원이다.
  - 2026년 상반기 영업이익 3.5억원은 외부평가 예측치 연간 25.4억원의 14%다. 하반기에 21.9억원이 나와야 예측치에 도달한다.
  - 영업이익률 하락의 원인(원가 상승, 고객관계 상각, 제품 구성)은 공시되지 않았다. 고객관계 무형자산 상각은 연 2억원 안팎으로 하락 폭을 설명하기에 작다.

6. 자본 배분

차입으로 키운 자산이 아직 자본비용을 넘는 수익을 내지 못한다

마진노트 — 차입 2배 증가와 비영업 자산 확대. 투자 자회사 손상과 대여금은 본업 밖 지출

동사의 총차입금(리스부채 포함)은 2023년 말 244.7억원에서 2025년 말 451.8억원, 2026년 6월 말 516.3억원으로 늘었다. 같은 기간 자기자본은 509.9억원에서 610.6억원으로 20% 늘었다. 차입 증가분 271.6억원은 방산 인수(순현금유출 104.7억원)와 설비투자(2024~2025년 유형자산 취득 133.4억원)에 주로 쓰였다. 문제는 본업 밖으로 나간 돈도 적지 않다는 점이다. 첫째, 2022년 설립한 투자 자회사 디와이씨인베스트먼트의 최초 출자액은 39.9억원이다. 장부가는 2025년 말 2.7억원이다. 동사는 2024년 22.7억원, 2025년 15.1억원의 손상차손을 별도재무제표에 인식했다. 둘째, 금전소비대차 대여금은 2025년 말 27.5억원에서 2026년 6월 말 42.5억원으로 늘었다. 대여 상대방은 공시되지 않았고, 특수관계자 거래 주석에는 해당 거래가 없다. 셋째, 회원권 장부가는 2023년 말 2.2억원에서 2025년 말 16.1억원이 됐다. 넷째, 2024년에는 통화선도 거래에서 44.7억원의 손실이 나 순이익이 6.3억원에 그쳤다.

투자 자회사 손상차손 누계 37.8억원은 이미 손실로 확정됐다. 대여금 42.5억원과 회원권 16.1억원은 자산으로 남아 있지만, 본업과 무관한 곳에 묶인 자금이다. 결과는 자본효율에 나타난다. 2025년 ROE(기말자본 기준)는 6.81%로 COE(자기자본비용, 주주가 요구하는 최소 수익률) 7.73%에 못 미친다. 레이먼인덱스 자본효율 지수(CEI)도 2023년 83.5에서 2025년 63.5로 2년 연속 하락했다. 반면 재투자강도 지수(RII)는 같은 기간 33.0에서 89.9로 올랐다. 즉 동사는 돈을 많이 넣었지만, 넣은 돈이 아직 수익으로 돌아오지 않았다. 투자자는 신규 투자의 규모보다 투자 대비 이익 회수를 확인할 필요가 있다고 판단된다.

그림9 디와이씨 차입과 본업 외 자산 (단위: 억원)

구분	2023	2024	2025	1H26
총차입금(리스 포함)	244.7	267.7	451.8	516.3
현금	56.3	26.0	84.2	44.0
순차입금	188.4	241.7	367.6	472.3
담보제공 장기금융상품	-	-	-	54.5
금전소비대차 대여금(약정액)	-	16.6	27.5	42.5
회원권	2.2	7.2	16.1	-
투자자회사 장부가(별도)	-	17.7	2.7	2.7
당기손익-공정가치측정금융자산 평가손실	-	6.9	11.6	-

자료: 전자공시 DART(연결·별도 주석 8·11·14·15), R-Advisory

※ 순차입금 = 총차입금 − 현금및현금성자산. 1H26 장기금융상품 54.5억원은 한국투자증권 장기차입금 79.3억원의 담보로 사용이 제한돼 순차입금 계산에서 빼지 않았다. 2024년 대여금은 단기 3.1억원 + 장기 13.5억원 장부가.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 차입이 방산 인수와 생산설비 확충 등 성장 투자에 쓰였고, 금융기관과의 약정 범위 안에서 관리되고 있다고 설명할 수 있다(사업보고서 IV-4).
- **숫자기반 해석**:
  - 순차입금 472.3억원은 직전 4개 분기 EBITDA(영업이익+감가상각비) 142.8억원의 3.3배다. 이자보상배율(직전 4개 분기 영업이익 ÷ 현금 이자지급)은 4.9배다.
  - 투자 자회사 손상차손 누계는 37.8억원(2024년 22.7억원, 2025년 15.1억원)이다. 이는 2025년 연결 순이익 36.7억원보다 크다.
  - 대여금 42.5억원의 상대방과 이자율·담보 조건은 공시로 확인되지 않는다. 사업보고서 주석의 추가 기재나 회사 IR로 확인할 수 있다.

7. 산업 환경과 전망

산업 환경과 전망 — 미국 관세 불확실성은 줄었지만 완성차 생산과 환율은 동사에 우호적이지 않다

마진노트 — 완성차 생산 정체, 원화 강세, 관세 15% 고정. 방산 예산은 증가

동사 수익성을 좌우하는 산업 변수는 다섯 가지다. 첫째, 고객사 물량을 정하는 글로벌 완성차 생산이다. 둘째, 수출 비중 90%를 원화로 환산하는 원/달러 환율이다. 셋째, 미국향 부품에 붙는 관세다. 넷째, 하이브리드·전기차 비중이다. 다섯째, 탄소강·합금강 가격이다. 여기에 자회사 실적을 좌우하는 국방 예산이 더해진다.

현재 상태는 엇갈린다. 미국은 2025년 5월 수입 자동차 부품에 25% 관세를 부과했다. 한국산은 한미 합의에 따라 2025년 11월 1일부터 15%로 낮아졌다(GHY, 2025.12.09). 2026년 1월 미국 대통령이 25% 재인상을 언급했으나, 3월 국회의 대미투자특별법 처리로 불확실성은 줄었다(아시아경제, 2026.03.12). 다만 동사 품목이 관세 대상 목록에 해당하는지는 확인되지 않았다. 원/달러 환율은 2025년 평균 1,422원으로 사상 최고였다(KB, 2025.12.31). 2026년 10월 9일에는 1,342원으로 2025년 평균보다 약 6% 낮다(미 연준 H.10). 미국에서는 전기차 세액공제 종료(2025.09.30) 이후 전기차 판매가 줄고 하이브리드 판매가 늘었다(Cox Automotive, 2026.03). 유럽은 2026년 1~8월 하이브리드 점유율 36.6%, 전기차 21.7%다(ACEA). 동사의 하이브리드 모터 샤프트와 내연기관 구동부품에는 미국의 흐름이 유리하다.

업계 전망은 보수적이다. Mobility Global(구 S&P Global Mobility)은 2026년 세계 경량차 판매를 8,940만 대(-2.7%), 2027년을 9,160만 대로 전망했다(2026.06.15, 기본 시나리오). 같은 기관은 2026년 북미 생산을 약 1,500만 대(-1.6%)로, 유럽 생산을 보합으로 봤다(2026.09.21). GlobalData는 2026년 세계 경량차 생산을 9,197만 대(-1.2%), 2027년을 9,264만 대로 전망했다(MarkLines 인용, 2026.07.31). S&P Global Ratings는 2026년 세계 판매를 -1~-3%, 2027년을 +1~+3%로 제시했다(2026.05). 세 기관 모두 2026년을 감소, 2027년을 소폭 회복으로 본다. 하방 위험으로는 중국 내수 부진, 중동 분쟁에 따른 유가 상승, 미국·멕시코·캐나다 무역협정 재협상이 거론됐다. 방산 쪽은 반대다. 2026년 국방예산은 65.9조원(+7.5%), 방위력개선비는 20.0조원(+11.9%)이다. 2027년 정부안은 73.3조원, 방위력개선비는 22.7조원이다(파이낸셜뉴스, 2026.09.01). 보도된 증가율(+8.2%)은 2026년 확정예산 65.9조원과 비교 기준이 달라 여기서는 금액만 적는다.

동사의 2026년 상반기 실적은 완성차 생산 정체 속에서도 고객사 물량과 판가가 개선된 결과다. 그러나 그 기간 원화는 2025년보다 강해지는 방향이었고, 업계는 2026년 완성차 생산 감소를 예상한다. 상반기 개선이 업황 전반이 아니라 동사 고객사의 개별 물량에서 나왔다면, 그 지속 여부는 고객사 차종 일정에 달려 있다.

그림10 디와이씨 수익성 변수의 현재 상태와 업계 전망

변수	현재 상태 (기준일)	2026년 이후 업계 전망	출처 (기관·발표일·자료명·시나리오)
세계 완성차 수요	2025년 판매 9,190만 대	2026년 8,940만 대(-2.7%), 2027년 9,160만 대	Mobility Global · 2026.06.15 · 판매 전망 · 기본
세계 경량차 생산	-	2026년 9,197만 대(-1.2%), 2027년 9,264만 대	GlobalData(MarkLines) · 2026.07.31 · 생산 전망 · 기본
북미·유럽 생산	-	2026년 북미 -1.6%, 유럽 보합, 2027년 유럽 약 -2%	Mobility Global · 2026.09.21 · 생산 전망 · 기본
미국 관세	한국산 부품 15%(2025.11.01 소급)	25% 재인상 위협은 2026.03 특별법 처리로 완화	GHY 2025.12.09 · 아시아경제 2026.03.12
원/달러 환율	1,342원 (2026.10.09)	2025년 평균 1,422원 대비 약 6% 원화 강세	미 연준 H.10 · KB 2025.12.31
특수강 가격	세아베스틸 2026.07 일부 강종 가격 인상	중국산 저가 수입 압력, 반덤핑 판정 대기	파이낸셜뉴스 2026.07.09 · 데일리안 2026.07.30
국방 예산	2026년 65.9조원(+7.5%)	2027년 정부안 73.3조원, 방위력개선비 22.7조원	이투데이 2025.12.03 · 파이낸셜뉴스 2026.09.01

자료: 각 기관, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 친환경차 부품 견적요청 증가와 방산 수요 확대가 성장 기반이 될 것이라고 설명한다(사업보고서 II-6, II-7).
- **숫자기반 해석**:
  - 세 기관의 2026년 세계 완성차 전망은 판매·생산을 합쳐 -1%에서 -3% 범위로 모두 감소다. 2027년 회복 폭은 +0.7%에서 +3% 범위다.
  - 2025년 사업보고서 기준 미국 달러 10% 변동은 세전이익을 12.8억원 움직인다(사업보고서 II-5). 이는 2025년 세전이익 37.0억원의 35%다.
  - 방위력개선비 증가(2026년 20.0조원→2027년 정부안 22.7조원)가 자회사 매출로 이어지는지는 공시된 수주가 없어 확인되지 않는다. 단일판매·공급계약 공시는 확인되지 않았다.

8. 주주환원과 시장 평가

낮은 배수는 할인 요인을 반영한 값이다 — 주주환원은 아직 그 할인을 줄일 규모가 아니다

마진노트 — 직전 4개 분기 이익 기준 PER 4배대. 배당·소각 합계는 순이익의 일부

현재 시가총액 314.8억원은 직전 4개 분기 지배주주순이익 74.1억원의 4.2배, 2026년 6월 말 자기자본 610.6억원의 0.52배다. EV(시가총액+순차입금)/EBITDA는 5.5배다. KSIC 세분류 자동차부품(303) 업종 중위값은 PER 5.46배, PBR 0.51배다(레이먼인덱스 시스템, 2026.10.16). 즉 동사의 PBR은 업종과 같은 수준이고, PER만 업종보다 낮다. PER이 낮은 이유는 상반기 이익이 급증했기 때문이다. 현재 주가를 2025년 EPS(178원)로 나누면 PER은 8.1배로 업종보다 높다.

주주환원은 늘었지만 규모는 작다. 현금배당은 주당 25원(2023년), 20원(2024년), 20원(2025년)으로 연 4억원대다. 2025년 현금배당성향은 11.2%다. 동사는 2026년 6월 10억원 규모 자사주 신탁계약을 맺었고, 10월 15일 그중 468,573주(약 5.8억원)를 소각하기로 결의했다(아시아경제, 2026.10.15). 나머지 약 33만 주는 임직원 RSU(양도제한조건부주식, 일정 기간 재직 후 지급하는 주식) 재원이다. 소각은 처음이며 의미 있는 첫 조치로 평가된다. 그러나 같은 해 유상증자로 1,235,331주를 새로 발행했으므로, 발행주식수는 2025년 말 20,687,271주에서 소각 후 21,454,029주로 오히려 3.7% 늘어난다. 이를 감안하면 현재 배수는 실적 대비 저평가라기보다 고객 집중·재고·차입·자회사 수익성에 대한 할인으로 해석된다. 이 할인 요인이 실제로 줄어드는지는 2026년 사업보고서의 순차입금·재고 수치로 확인할 수 있다.

그림11 디와이씨 밸류에이션과 Peer 비교 (단위: 배, %)

구분	동사	A사	B사	C사	D사	E사	Peer 중위	업종 중위(KSIC 303)
PBR	0.52	1.06	0.46	0.33	0.70	1.99	0.70	0.51
PER	4.2	-	38.3	-	-	43.8	41.1	5.46
ROE	6.81	6.35	5.12	-95.02	-30.49	9.14	5.12	5.12
영업이익률	4.61	4.77	2.56	-	-8.42	1.18	1.87	2.83
부채비율	143.6	737.0	71.7	726.2	202.6	95.5	202.6	81.07

자료: 레이먼인덱스 시스템(Peer: 동일 KSIC 5자리·시가총액 0.5~2.0배 자동선정, 기준 2025.12.31), 전자공시 DART, R-Advisory

※ 동사 PBR·PER은 2026.10.16 종가 기준(PER은 직전 4개 분기 순이익). 동사 ROE·영업이익률·부채비율은 2025년 연결. Peer 5사 중 2사가 적자여서 중위값의 대표성은 약하다. Peer 중위와 업종 중위는 표본이 다르다.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 자사주 소각과 RSU 도입으로 주주가치 제고와 임직원 보상을 함께 추진하고 있다고 설명한다(반기보고서 I-4).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 배당 4.1억원과 2026년 소각 예정분 약 5.8억원을 더해도 9.9억원이다. 이는 직전 4개 분기 순이익 74.1억원의 13%다.
  - 2025년 EPS 기준 PER은 8.1배로 업종 중위 5.46배보다 높다. 상반기 증익이 연간으로 이어지지 않으면 저PER 근거는 약해진다.
  - 소각 후에도 발행주식수는 2025년 말보다 766,758주 많다. 주식선택권 510,000주(행사가 1,818원)가 추가 희석 요인으로 남아 있다.

9. 리스크 요인

마진노트 — 현금 회수, 단일 그룹 의존, 자회사 이익, 환율. 하반기에 확인 가능한 항목 위주

① **현금 회수 리스크.** 2026년 6월 말 현금은 44.0억원, 1년 안에 갚아야 할 차입금은 295.4억원이다. 계약상 1년 내 현금유출(차입·매입채무·기타금융부채 포함)은 586.9억원이다(반기보고서 II-5). 차입금 상당 부분은 대표이사 연대보증과 신용보증기금·무역보험공사 보증에 기대고 있다. 하반기 매출채권 회수가 늦어지면 단기차입 차환 부담이 커진다. 2025년 말 기준 동사는 기업은행·우리은행·한국수출입은행 등에 미사용 약정 한도를 보유하고 있어 즉각적 위험으로 보기는 어렵다. 다만 기업신용등급은 BBB-(NICE디앤비, 2025.12.16)와 BB(이크레더블, 2026.04.03)로, 최근 평가는 투기 등급 구간이다(반기보고서 I-1). 두 평가는 평가사가 달라 등급 하향으로 보지는 않는다.

② **고객 의존 리스크.** 상위 2개 고객이 매출의 78%다. 한 고객의 구매 정책 변경이나 차종 단종이 매출 전체를 흔들 수 있다. 주요 고객사 GKN과 AAM의 합병(2026.02)이 동사 의존도를 더 높였는지는 확인이 필요한 가설이다. 수주잔고가 공시되지 않아 이 위험은 외부에서 측정할 수 없다.

③ **자회사 이익 리스크.** 방산 자회사 영업이익이 하반기에도 인수 전 수준에 못 미치면 영업권 12.9억원과 고객관계 19.7억원에 손상 검토가 필요해진다. 동사는 매년 10월 31일 영업권 손상검사를 한다(사업보고서 주석 2).

④ **환율·파생 리스크.** 수출 비중 90%여서 원화 강세는 매출과 이익을 함께 줄인다. 2024년에는 통화선도 거래로 44.7억원 손실을 냈다. 현재 파생 계약 규모는 반기보고서에서 확인되지 않는다.

⑤ **지배구조·거래 리스크.** 대표이사가 이사회 의장을 겸하고 감사위원회가 없다. 3개월 일평균 거래대금은 2.0억원으로 시장 하위 40% 수준이고, 2026년 5월 두 차례 투자주의 종목으로 지정됐고, 지정 사유는 특정 계좌(군)의 매매 관여였다(톱스타뉴스, 2026.05.19·05.26). 유동성이 낮아 일부 매매만으로도 주가 변동이 커질 수 있다.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 계속 감사의견 적정, 소송·채무보증 없음, 제재 없음 상태이며 차입 약정을 위반한 적이 없다고 설명한다(반기보고서 XI, 사업보고서 II-5).
- **숫자기반 해석**:
  - 감사의견은 3년 연속 적정(예일회계법인)이고, 핵심감사사항은 수익인식이다. 계속기업(회사 존속 전제) 불확실성 기재는 없다.
  - 현금 44.0억원은 유동성 차입금 295.4억원의 15%다. 2025년 말에는 31%였다.
  - 레이먼인덱스 악화위험도(WP) 0.0271과 관계형리스크 0.0373은 모두 저위험(LOW) 등급이다. 지표상 부실 징후는 크지 않다.

이상을 종합하면, 동사는 상반기 본업 회복을 숫자로 보여줬다는 점에서 주목할 필요가 있다. 다만 그 회복이 현금과 차입 감소로 이어지는지, 방산 자회사가 인수 당시 이익을 되찾는지는 2026년 사업보고서에서 확인해야 할 항목으로 판단된다.

실적 · 재무제표

손익계산서 (억원)	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	1,224.2	1,001.1	1,110.4	518.4	697.1
매출원가	963.2	796.1	867.0	403.7	520.1
(매출원가율(%))	78.7	79.5	78.1	77.9	74.6
매출총이익	261.0	205.0	243.4	114.7	176.9
(매출총이익률(%))	21.3	20.5	21.9	22.1	25.4
판매비와 관리비	169.6	156.0	192.2	85.5	114.1
영업이익	91.4	49.0	51.2	29.2	62.9
(영업이익률(%))	7.5	4.9	4.6	5.6	9.0
EBITDA	-	100.3	108.7	56.9	91.0
(EBITDA 마진율(%))	-	10.0	9.8	11.0	13.1
영업외손익	-39.2	-47.3	-14.3	-5.4	10.8
(관계기업손익)	-	-	-	-	-
(금융수익)	11.5	6.1	10.6	7.1	9.6
(금융비용)	39.9	63.4	27.1	6.9	10.7
(기타)	-10.8	10.0	2.2	-5.6	11.8
법인세차감전순손익	52.2	1.7	37.0	23.8	73.6
(세전이익률(%))	4.3	0.2	3.3	4.6	10.6
(법인세비용)	8.2	-4.6	0.2	4.4	16.9
(법인세율(%))	15.7	N/M	0.6	18.4	22.9
계속사업손익	44.0	6.3	36.7	19.4	56.8
중단사업손익	-	-	-	-	-
당기순이익	44.0	6.3	36.7	19.4	56.8
(당기순이익률(%))	3.6	0.6	3.3	3.7	8.1
지배지분순이익	44.0	6.3	36.7	19.4	56.8
비지배지분순이익	-	-	-	-	-
기타포괄이익	0.0	-5.0	-0.3	-4.6	2.5
포괄순이익	44.0	1.3	36.4	14.9	59.3

※ EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 무형자산상각비 + 사용권자산상각비. 2023년은 상각비 내역이 사업보고서(2025) 비교 범위 밖이어서 표기하지 않았다. 2024년 금융비용에는 통화선도 거래·평가손실 44.7억원이 포함됐다.

재무상태표 (억원)	2023	2024	2025	1H26
유동자산	576.6	510.9	642.1	763.2
현금및현금성자산	56.3	26.0	84.2	44.0
매출채권	134.9	107.6	122.2	244.8
재고자산	361.9	356.3	400.3	425.4
비유동자산	490.7	521.9	673.1	710.5
유형자산	397.4	411.4	529.5	507.4
무형자산	2.6	7.4	47.8	48.9
자산총계	1,067.3	1,032.9	1,315.2	1,473.7
유동부채	461.9	407.0	549.3	600.9
매입채무	144.7	103.3	122.6	149.4
단기차입금(유동성 포함)	180.0	190.1	269.9	295.4
비유동부채	95.5	118.5	226.0	262.2
장기차입금	64.3	75.7	178.4	215.3
부채총계	557.4	525.5	775.3	863.1
지배주주지분	509.9	507.3	539.9	610.6
자본금	20.7	20.7	20.7	21.9
자본잉여금	293.5	293.5	293.5	312.3
비지배지분	-	-	-	-
자본총계	509.9	507.3	539.9	610.6
총차입금(리스 포함)	244.7	267.7	451.8	516.3
순차입금	188.4	241.7	367.6	472.3

※ 자본조정에는 2021년 스팩 합병에서 생긴 감자차손 -85.3억원이 포함돼 있다.

현금흐름표 (억원)	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동현금흐름	194.2	48.8	131.3	2.0	-26.5
투자활동현금흐름	-49.1	-93.8	-191.6	-42.1	-85.9
ㄴ유형자산 취득	-30.5	-53.1	-80.3	-26.4	-13.2
ㄴ사업결합 순유출	-	-	-104.7	-	-
재무활동현금흐름	-155.9	14.5	119.0	36.4	72.2
ㄴ배당금 지급	-	-5.1	-4.1	-4.1	-4.1
기말 현금	56.3	26.0	84.2	22.2	44.0
FCF	161.5	-9.4	42.1	-24.4	-41.3
NOPLAT(세후 영업이익)	72.3	38.8	40.5	-	-

※ FCF = 영업현금흐름 − 유·무형자산 취득. NOPLAT = 영업이익 × (1 − 20.9%). 세율은 지방세 포함 법정세율 가정. 1H26 투자활동에는 담보용 장기금융상품 가입 52.0억원이 포함됐다.

주요지표	2023	2024	2025	1H26
EPS(원)	213	31	178	272
BPS(원)	2,465	2,452	2,610	2,785
DPS(원)	25	20	20	-
매출액 증가율(%)	-	-18.2	10.9	34.5
영업이익 증가율(%)	-	-46.4	4.5	115.3
영업이익률(%)	7.5	4.9	4.6	9.0
ROE(기말, %)	8.6	1.2	6.8	-
부채비율(%)	109.3	103.6	143.6	141.4
유동비율(%)	124.8	125.5	116.9	127.0
차입금의존도(%)	22.9	25.9	34.4	35.0
이자보상배율(영업이익 ÷ 현금이자, 배)	6.3	4.3	4.0	-

출처: 전자공시 DART, R-Advisory

※ 1H26 EPS는 반기 누적(연율화하지 않음). 증가율 1H26은 전년 동기 대비.

기업가치 제고 진단

자본비용과 Equity Spread (D1)

자기자본비용(COE) 산출 — 2026.10.16 기준

COE		Rf 국고채 3년		β × ERP
7.73%	=	**3.854%**	+	**0.5532 × 7.0%**
Rf + β × ERP		한국은행 경제통계시스템		KSIC 30 산업 중위 베타(58사) × 발행사 정책 상수 ERP

자료: 레이먼인덱스 시스템, R-Advisory

* 동사 개별 베타는 0.3452(결정계수 0.06, 252일)다. 3개월 일평균 거래대금 2.0억원으로 거래가 얇아 개별 베타가 낮게 눌렸을 가능성이 커 산업 중위 베타를 적용했다. † ERP(주식위험프리미엄)는 관측치가 아니라 발행사가 정한 정책 상수다. 감도는 아래 표와 같다. 세 입력의 기준일은 모두 2026.10.16이다.

ERP	COE	2025 Equity Spread
5%	6.62%	+0.19%p
6%	7.17%	-0.37%p
7%	7.73%	-0.92%p
8%	8.28%	-1.47%p

연도	ROE(기말)	COE	Spread
2023	8.64%	-	-
2024	1.24%	-	-
2025	6.81%	7.73%	-0.92%p
직전 4개 분기(참고)	12.1%	7.73%	+4.4%p

자료: 레이먼인덱스 시스템, 전자공시 DART, R-Advisory

※ 2023·2024년 COE는 각 연도 말 무위험이자율·베타를 확보하지 못해 산출하지 않았다. 직전 4개 분기 ROE는 순이익 74.1억원 ÷ 2026.06.30 자기자본 610.6억원으로, 연간 감사 수치가 아니어서 판정 근거로 쓰지 않는다.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 2025년 자기자본순이익률이 6.81%로 전년보다 5.56%p 개선됐다고 밝혔다(사업보고서 IV-3).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 ROE 6.81%는 COE 7.73%보다 0.92%p 낮다. 연간 경제적 손익은 약 -5.0억원이다(-0.92%p × 자기자본 539.9억원).
  - 손익분기 ERP는 5.34%다. ERP를 5%로 낮춰야만 Spread가 양수(+0.19%p)가 된다.
  - 직전 4개 분기 기준 +4.4%p는 이미 실현된 값이지만 연간 감사 수치가 아니다. 2026년 연간 Spread가 양수가 되려면 하반기 순이익이 필요하며, 2026년 사업보고서로 확인할 수 있다.

결론: Equity Spread를 양수로 바꾸는 요소는 이익률이며, 부채 확대를 통한 레버리지는 이미 높아졌다.

ROE 3분해 (2025년, 기말 기준) (D2)

구성 요소별 처방 라벨

ROE (2025)	=	순이익률	×	자산회전율	×	재무레버리지
6.81%		**3.31%**		**0.84배**		**2.44배**
연결 · 기말 지배주주지분		개선고려		개선고려		유지 추가 확대 여지 작음

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 신규 설비투자의 기대효과를 「생산증가 대응」으로 밝혔다(반기보고서 II-3).
- **숫자기반 해석**:
  - 자산회전율은 2023년 1.15배에서 2025년 0.84배로 떨어졌다. 자산이 23% 늘어나는 동안 매출은 9% 줄었다.
  - 레버리지는 2.09배에서 2.44배로 올라 ROE를 받쳤다. 같은 방식으로 ROE를 더 높이기는 어렵다.

업종 벤치마크 대비 위치 — 자동차부품(KSIC 303) (D3)

지표	동사	업종 목표선	업종 실적선(중위)	판정
ROE	6.81%	-	5.12%	⚪
PBR	0.54	-	0.51	⚪
주주환원율	11.2%	-	-	⚪
Equity Spread	-0.92%p	0 이상 🟢	-2%p 이상 🟡	🟡

자료: 레이먼인덱스 시스템(업종 재무 중위, KSIC 303, 89사, 2026.10.16), R-Advisory

※ 업종 목표선(공시기업 약속치)은 이번 리포트에서 확보하지 못해 두 기준선 판정 대신 ⚪로 표기했다. 동사 PBR 0.54는 2025년 4분기 기준(저PBR 위치 진단과 같은 기준). 주주환원율 = 2025년 배당 4.1억원 ÷ 순이익 36.7억원.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 2025년 매출액영업이익률 4.61%, 자기자본순이익률 6.81%를 제시했다(사업보고서 IV-3). 두 값 모두 업종 중위보다 높다.
- **숫자기반 해석**:
  - ROE는 업종 중위를 1.69%p 웃돌지만 자기자본비용보다 0.92%p 낮다. 업종 전체가 자본비용을 밑도는 구조다.
  - 부채비율 143.6%는 업종 중위 81.07%의 1.8배다. ROE 우위의 일부는 높은 레버리지에서 나온다.

주주환원 설계 유형 (D4)

- 최근 3년(2023~2025) 누적 FCF ÷ 누적 순이익 = 194.2 ÷ 87.0 = **2.23배** (사업결합 순유출 104.7억원 차감 시 89.5 ÷ 87.0 = **1.03배**)
- 권고 유형: ③ **조건부(Trigger)**
- 권고 산식 예: 순차입금/EBITDA가 일정 배수 이하로 내려간 해에 한해 순이익 × 일정 비율 추가 환원

※ 2023년 FCF 161.5억원은 재고 감소에 따른 일회성 성격이 커, 3년 평균은 동사의 상시 현금창출력을 과대 표시한다. 2024년 FCF는 -9.4억원, 2026년 상반기는 -41.3억원이다.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 배당을 3년 연속 유지했고 2026년 처음 자사주 소각을 결정해 환원 의지를 보였다.
- **숫자기반 해석**:
  - 인수 지출을 빼면 3년 누적 FCF는 순이익과 거의 같다(1.03배). 순차입금이 2년 반 동안 283.9억원 늘어 추가 환원 여력은 차입 감소 이후에 생긴다.

KRX 기업가치제고 프로그램 대비 사전 판정 (D5)

공시 이력: 공시 여부 미확인 (확인일 2026.10.19)
판정 원천: 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서

#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	×	정기보고서상 자체 진단 없음
②	자본비용 등 분석	×	자본비용 언급 없음
③	중장기 계량적 목표설정	×	ROE·환원율 목표 없음
④	종합적 분석을 통한 목표설정	×	-
⑤	구체적·합리적 계획수립	△	자사주 단기 취득·소각 계획(2026년)만 기재
⑥	임직원 인센티브 연계	△	RSU 재원 333,333주 확보, 성과 연계 조건 미기재
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	×	-
⑧	이행평가 결과 반영	×	-
⑨	경영진 소통 참여	△	대표이사 언론 인터뷰(2026.10.07)
⑩	적극적인 소통정책	×	정기 IR 일정 미확인
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	×	영문공시 미확인
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	×	감사위원회 미설치, 대표이사·의장 겸임

기업가치 제고 계획 공시 여부는 확인되지 않았습니다.

노려볼 항목: ②자본비용 분석과 ③계량 목표. 동사는 2025년 Equity Spread가 -0.92%p로 0에 가깝고, 순차입금 감축과 ROE 목표를 함께 제시하면 숫자로 이행을 보여줄 수 있는 위치다.

레이먼인덱스 포지셔닝 — KOSDAQ × KSIC 30 상위 10% 대비 (D6)

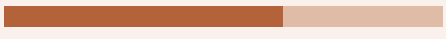
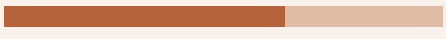
지수값 원천: 레이먼인덱스 시스템(산식 v3.1 후처리 계보, 산출일 2026.10.13, 2025 회계연도, 모집단 58사)
관계형리스크 원천: 레이먼인덱스 시스템(관측창 2023.10.19~2026.04.19, 산출 2026.10.18)

위험 축 (낮을수록 우량)

지표	값	그룹 중위	저위험 10% 경계	등급
관계형리스크	0.0373	0.0483	0.0373	LOW
WP 악화위험도	0.0271	0.0303	0.0255	LOW

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · 2025 회계연도

KOSDAQ × KSIC 30 모집단 58사, 산식 v3.1 후처리 계보, 산출일 2026.10.13. 100점 환산 절대 점수다.

CEI 자본효율	**63.5**		2023년 83.5에서 2년 연속 하락. **그룹 중위(62.6)와 같은 수준**
CGI 현금 관리	**64.0**		그룹 중위 62.2를 소폭 상회, 상위 10% 경계 71.1에는 못 미침
RII 재투자강도	**89.9**		2023년 33.0에서 급등. **인수·설비투자가 반영된 값**
MAI 실적·투자 정합	**69.4**		그룹 중위 58.4 상회, 백분위 72.4%
종합 등급 A	**74.0**		B+(2023) → A(2024~2025). 상승분은 RII에서 나왔다

자료: 레이먼인덱스 시스템, R-Advisory

품질 축 (높을수록 우량, 2025 회계연도)

지표	값	그룹 중위	상위10% 경계	상위10% 평균	동사 백분위
CEI 자본효율	63.5	62.6	84.1	87.7	50.0%
CGI(현금 관리·조달 건전성 지수)	64.0	62.2	71.1	75.9	56.9%
RII 재투자강도	89.9	63.8	90.0	92.2	87.9%
MAI(실적과 투자 방향 일치 지수)	69.4	58.4	76.5	81.6	72.4%
종합	74.0 (A)	60.9	75.3	79.3	84.5%

3년 추이 (같은 산식 계보)

지표	2023	2024	2025
CEI	83.5	72.5	63.5
CGI	58.5	69.4	64.0
RII	33.0	87.8	89.9
MAI	63.2	64.6	69.4
종합(등급)	55.5 (B+)	75.5 (A)	74.0 (A)

자료: 레이먼인덱스 시스템, R-Advisory

※ WP는 0~1 척도(2026.05.15 단일 시점, 모델 v8.2.0), 품질 4지수는 0~100 척도. 관계형리스크·WP는 단일 시점 값이라 연도별 추이를 싣지 않았다. 그룹 비교는 평균 대신 중위·상위 10% 경계로 했다.

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 완성차 모델 변경에 맞춰 꾸준한 설비투자가 필요한 산업이라고 설명한다(사업보고서 II-3). 재투자강도 지수가 높은 것은 이 설명과 맞는다.
- **숫자기반 해석**:
  - 종합지수 상승은 RII가 33.0에서 89.9로 오른 데서 나왔다. RII는 종합의 35%를 차지한다. 같은 기간 CEI는 83.5에서 63.5로 20.0p 내려 KOSDAQ·KSIC 30 그룹 중위(62.6)와 같은 수준이 됐다.
  - 즉 종합지수 상승(55.5→74.0)은 「투자를 많이 했다」는 사실을 반영한 것이고, 「투자가 수익을 냈다」는 사실은 아직 반영하지 않는다. 이는 본문의 ROE·COE 비교와 같은 결론이다.
  - CEI(2025년 63.5)가 반등하는지는 2026 회계연도 산출에서 확인할 수 있다. 분기 지수는 산식 계보가 달라 연간 추이와 잇지 않았다.

개선 방향: 재투자 속도를 늦추고 재고·매출채권 회전을 높여 CEI를 회복시키는 것이 종합지수 유지의 조건이다.

저PBR 위치 진단 (D7)

구분	값
동사 PBR (2025년 4분기)	0.54
저PBR 기준값	0.30
섹터 내 백분위 (모집단 161사)	38.51%
업종(KSIC 303) 중위 PBR	0.51
Peer 중위 PBR	0.70
PBR 1배 미만 지속	2023년 2분기 이후 6개 반기 연속

자료: 레이먼인덱스 시스템, R-Advisory

- **저PBR 리스트 편입 가능성: 낮음** (6개 반기 모두 기준값 0.30~0.48 초과)
- **리스크 방향**: 동사 PBR은 2023년 2분기 0.88에서 2025년 4분기 0.54로 내려왔다. 같은 기간 순자산은 늘었으므로 하락은 주가에서 나왔다.
- **논거 방향**: 다만 PBR은 업종 중위와 같은 수준이어서, 동사만 따로 낮게 평가받는다고 보기는 어렵다.

한기평 기준 재무건전성 신호등 (D8)

지표	동사	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	141.4% (1H26)	≤100%	100~200%	>200%	↑	🟡
차입금의존도	35.0% (1H26)	≤30%	30~45%	>45%	↑	🟡
순차입금/EBITDA	3.3배 (직전 4개 분기)	≤2배	2~3.5배	>3.5배	↑	🟡
EBITDA/이자비용	8.4배 (2025)	≥5배	3~5배	<3배	↓	🟢
영업이익률	4.6% (2025)	-	-	-	↓	⚪
ROE	6.8% (2025)	-	-	-	↑	⚪
OCF/영업이익	2.56배 (2025), 음수 (1H26)	-	-	-	↓	⚪
현금성자산/단기성차입	0.15배 (1H26)	-	-	-	↓	⚪

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

회계 품질 플래그

✔	**미분해 손익**	2024년 영업외손실 47.3억원(통화선도 손실 44.7억원) — 본문 자본 배분 절에서 해명
☐	이연법인세	해당 사항 확인되지 않음
☐	비현금 금융원가	해당 사항 확인되지 않음
✔	**채권 역행**	2026년 상반기 매출채권 +122.6억원, 매출 증가율을 크게 웃돎 — 본문 실적의 실체 절에서 해명
☐	흑자인데 OCF 지속 음(–)	2026년 상반기 1회. 연간으로는 3년 연속 양수
☐	EBITDA ≤ 0	해당 없음

✔ 검출 · ☐ 미검출

자료: 전자공시 DART, R-Advisory

Compliance Notice

[발행사 정보] 독립리서치-R by KONNECT
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]

구분	2026.10.19
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: 2026.10.18

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

증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다. 2026.07.23 독립리서치 1개사의 보고서가 확인됐다.