R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

휴맥스 (115160, KOSDAQ)

기업위험진단서 〈기관용〉

휴맥스모빌리티 한 곳이 이 회사의 현금과 자본, 상장 요건을 함께 정한다

먼저 볼 것

1. 휴맥스모빌리티 투자자 보장 부채 836.3억원 전액 유동, 현금의 4.0배
2. 2025년 세전손실 = 자기자본의 92.0% — 2026년도 50% 넘으면 2027.03 관리종목 사유
3. 휴맥스모빌리티 장부금액 990.3억원 = 반기말 자본총계의 76%
4. 시가총액 300억원 기준까지 −8.9%, 신주 상장 뒤 자기주식 전량 소각 시 299.5억원
5. 상반기 순이익 364.8억 중 402.1억이 리스 해지·처분이익, 2분기 영업손실

다음 확인 시점

- **2026.11.16까지:** 3분기보고서 — 합병 뒤 자본·부채, 투자자 보장 부채 금액
- **2027.03.31까지:** 2026년 사업보고서 — 휴맥스모빌리티 손상검사, 세전손실 요건
- **2027.07(예정):** 코스닥 시가총액 기준 200억 → 300억원

▶ AT A GLANCE

투자의견	제시하지 않음
목표주가	제시하지 않음
현재주가	5,000원 (26.10.30)
시가총액	329.2억원
상장주식수	6,584,982주
발행주식수	7,524,831주
자기주식 (비율)	1,535,273주 (20.40%)
3개월 일평균거래대금	0.54억원
52주 최저/최고	4,950원 / 9,710원
신용등급 (회사채)	BB- (한국기업평가)

시가총액은 상장주식 기준이며, 10.28 유상증자 신주가 상장되면 발행주식 7,524,831주가 상장주식이 됩니다. 52주 가격은 10:1 주식병합을 반영한 종가입니다

▶ 위험 신호 분포

	미흡	주의	양호
공통 8개 축	5	3	0
기관 전용 6개 축	1	4	1

▶ 기준일

문서	2026.11.01
시장	2026.10.30 종가
재무	2026.06.30 반기보고서

레이먼인덱스(R-Index)

2025 · KOSDAQ × KSIC 46 77사 · 업종 평균 대비

CEI 자본효율	CGI 현금거버넌스	RII 재투자강도	MAI 시장적응	WP 악화위험도	관계형리스크
45.3	27.9	50.8	55.3	0.57	0.12
업종 평균 58.9	업종 평균 48.8	업종 평균 41.1	업종 평균 59.0	업종 평균 0.20	업종 평균 0.15

R-Index 6대 지수 페이지(9쪽) 참고

SUMMARY FINANCIAL DATA

연결, 단위 억원·%

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	6,464.0	5,355.6	3,941.7	2,098.8	2,016.8
영업이익	174.9	62.0	-292.2	-122.7	13.2
지배주주순이익	-614.9	-570.5	-780.7	-547.0	364.5
자본총계	2,479.0	1,654.2	961.3	-	1,304.9
현금및현금성자산	368.9	240.0	254.1	-	211.2
부채비율 (%)	235.8	300.7	410.8	-	255.7
유동비율 (%)	103.9	84.0	53.0	-	51.9

자료: 전자공시 DART, R-Index(KONNECT), R-Advisory · 2023년은 중단영업 재작성 수치 · 재무상태 항목은 각 연도 말과 2026.06.30

▶ 공식 채널

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

핵심 요약

휴맥스모빌리티 투자자에게 진 보장 의무가 1년 안의 현금 수요를 정하고, 그 회사 장부가의 연말 손상검사가 자본과 상장유지 요건을 함께 정한다. 2025년 세전손실이 이미 자기자본의 50%를 넘어, 2026년 손상 규모에 따라 2027년 3월 관리종목 사유가 생길 수 있다. 시가총액 기준도 자기주식 소각 여부에 따라 지금 주가로 기준 아래로 내려갈 수 있다. 본업은 상반기 흑자가 리스 해지에서 나와 회복의 근거가 아직 얇다. 감사의견 적정과 계속기업(회사가 계속 존속한다는 전제) 불확실성 부재가 이 위험들을 줄이지는 않는다.

공통 8개 축 위험 신호 (2026.06.30 재무, 2026.10.30 시장 기준)

축	평가	근거
유동성·상환 위험(R2)	미흡	1년 내 차입 459.5억 + 파생상품부채 995.5억 vs 현금 211.2억, 유동비율 51.9%
이익의 질 위험(R3)	미흡	상반기 세전이익 368.9억 < 처분이익 402.1억, 2분기 영업손실
자산의 질 위험(R4)	미흡	휴맥스모빌리티 장부금액 990.3억 = 지분 순자산 463.3억의 2.1배
사업·집중 위험(R8)	미흡	통신사 고객 2사 = 전사 매출 63.2%, 게이트웨이 매출 −56.5%(2023→2025)
상장유지 요건(R7)	미흡	2025년 세전손실 = 자기자본의 92.0%, 시가총액 300억원 기준까지 −8.9%
존속 위험(R1)	주의	감사의견 3년 적정, 3년 연속 순손실, 자본총계 2,479 → 1,305억원
지배구조 위험(R5)	주의	2026.10 최대주주 변경, 최대주주 측 25.77%, 주식담보 여부 공시 없음
오버행(매도 대기 물량)·희석 위험(R6)	주의	자기주식 20.40% 처리 미정, 전환사채 12.49%(2027.10 전환청구 개시)

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

기관 전용 6개 축

축	평가	근거
유동성 제약(I1)	미흡	3개월 일평균거래대금 0.54억원(코스닥 하위 17.5%), 유동 시가총액 202.5억원
매매·보유 제도(I2)	주의	관리종목 사유 근접, 섹터 PBR 하위 12.65%
모델 리스크(I3)	주의	핵심 부채·자산이 공정가치 평가값, 개별 베타 결정계수 0.22
보유·공시 의무(I4)	양호	5% 보고·10% 단기매매차익 반환 등 일반 규정만 적용, 관리종목·투자주의환기종목 지정 없음
ESG(환경·사회·지배구조)·평판·제재(I5)	주의	지정감사, 손상평가 핵심감사사항 3년 연속, 미국 고객사 소송 약 280억~290억원
포트폴리오 상관·집중(I6)	주의	북미·국내 통신사 수요에 매출 집중

자료: 전자공시 DART, 한국거래소, R-Index(KONNECT), 한국기업평가, R-Advisory

존속 위험(R1)

- **감사의견**: 2023~2025년 연결·별도 모두 적정, 계속기업 관련 중요한 불확실성 「해당사항 없음」(감사인 2023년 삼일회계법인, 2024~2025년 성현회계법인)
- **핵심감사사항**: 연결 「현금창출단위(CGU) 손상평가」, 별도 「종속기업 투자주식 손상평가」 — 3년 연속 같은 항목
- **순손실**: 지배주주순이익 −614.9억 → −570.5억 → −780.7억원(2023~2025), 2026 상반기 +364.5억원(일회성 이익 포함 → R3)

- **자본 감소**: 연결 자본총계 2,479.0억 → 961.3억원(2023→2025), 2026.06 1,304.9억원
- **자본잠식(자본이 자본금보다 작아진 상태)**: 반기말 지배주주지분 1,246.4억원 vs 반기말 자본금 219.9억원(합병 전) — 잠식 없음
- **악화위험도**: 3년 연속 상승 → R-Index 6대 지수 WP

존속 위험은 감사보고서 기준으로는 제기되지 않았다. 다만 2년 사이 자본이 61% 줄었고, 남은 자본의 76%가 휴맥스모빌리티 장부금액이다. 존속을 가르는 것은 감사의견보다 그 장부금액의 연말 손상검사다(→ 자산의 질 위험(R4)). 그 손상은 세전손실 요건을 거쳐 상장유지에도 닿는다(→ 상장유지 요건(R7)).

유동성·상환 위험(R2)

재무구조를 정하는 것은 은행 차입이 아니라 휴맥스모빌리티 투자자에게 진 보장 의무의 결제 방식이다

1년 안에 갚거나 결제를 요구받을 수 있는 금융 의무가 1,455.0억원이고, 확인된 현금은 211.2억원이다.

1년 내 금융 의무와 현금 (2026.06.30, 단위: 억원)

항목	금액	비고
단기차입금	263.6	은행·저축은행·수출입은행 등
유동성 전환사채	56.0	제24회 — 2026.09 사채권자 조기상환청구로 취득(권면 100억원, 장부 금액과 결제액은 다르다)
유동 사채	139.9	
휴맥스모빌리티 관련 파생상품부채	836.3	투자자 보장 의무, 2025년 말부터 유동 분류
기타 유동 파생상품부채	159.2	Truelite Trace 풋옵션 106.1 · 제24회 전환사채 관련 47.1(2026.09 취득으로 정산) · 기타 6.0
합계	1,455.0	
현금및현금성자산	211.2	차이 1,243.8

자료: 전자공시 DART(2026년 반기보고서 연결 주석 10·20, 파생상품부채 세부내역)

* 장기차입금 30.0억원·장기사채 369.3억원은 1년 뒤 만기다. 차입 일부에 토지·건물, 매출채권, 재고자산이 담보로 제공돼 있다.

- **보장 의무의 성격**: 휴맥스모빌리티 주주간 약정에서 요건에 못 미치면 동사가 관련 주주에게 지분 가치를 보장한다. 회계상 풋옵션(투자자가 지분을 되팔 수 있는 권리) 성격의 파생상품부채다
- **규모 추이**: 공정가치 675.7억(2024 말) → 738.2억(2025 말) → 836.3억원(2026.06)
- **결제 금액**: 장부 금액은 공정가치이며 실제 매입 대금은 공시되지 않았다
- **보도로만 나온 재편안**: 휴맥스모빌리티 약 4,500억원 리파이낸싱과 기존 주주 지분의 신규 특수목적법인 이전 협의, 재무적 투자자 2곳 투자금 3,200억원·투자 만기 2027년(서울경제 시그널, 2026.06.30). 동사 공시는 없고, 재편 과정에서 동사가 재출자하면 그만큼 현금이 나간다
- **유동비율**: 103.9% → 84.0% → 53.0% → 51.9%(2023 → 2026.06)
- **현금성자산/단기성차입**: 0.46배(2026.06)
- **신용등급**: 한국기업평가 회사채 BB+ → BB(2025.05) → BB−(2026.02), 2026.06 정기평가 BB− 유지

- **10월 조달**: 유상증자 50억(10.28 납입) + 전환사채 50억(10.30 납입 기일) = 100억원, 2026.09 취득한 제24회 전환사채 권면 100억원과 같은 규모

결제 방식별 재무 수치 (2026.06.30 재무상태표의 조건만 바꾼 산술, 단위: 억원, %)

조건	자본총계	부채비율	유동비율	차입금
반기말 그대로	1,304.9	255.7	51.9	858.8
보장 의무가 재편으로 현금 지출 없이 소멸한다면	2,141.2	116.8	74.6	858.8
보장 의무를 장부 금액만큼 단기 차입으로 결제한다면	1,304.9	255.7	51.9	1,695.1
휴맥스모빌리티 장부가 50%가 손상된다면	809.7	412.1	51.9	858.8
휴맥스모빌리티 장부가 100%가 손상된다면	314.6	1,060.6	51.9	858.8

자료: 전자공시 DART, R-Advisory. 법인세 효과를 제외한 값이다. 10월 합병·증자 효과는 들어 있지 않다.

리파이낸싱이 성사돼 의무가 소멸하면 부채비율은 100%대로 내려간다. 동사가 빌려서 결제하면 비율은 그대로인 채 차입금이 두 배가 되고, 장부가가 손상되면 부채비율이 1,000%대로 올라간다. 같은 회사가 결제 방식에 따라 이렇게 갈린다. 진행은 휴맥스모빌리티 재무 재편 공시와 3분기보고서(2026.11.16까지)의 파생상품부채 금액·분류에서 확인할 수 있다.

이익의 질 위험(R3)

상반기 흑자를 본업 회복으로 읽을 근거는 반기 손익이 아니라 하반기 게이트웨이 마진에 있다

상반기 순이익 364.8억원은 투자부동산·사용권자산 처분이익 402.1억원보다 작다. 두 이익을 빼면 세전이익은 −33.2억원이다.

- **분기 영업이익**: 1Q26 +28.2억 → 2Q26 −15.0억원
- **흑자 전환 요인**: 매출총이익 +67.8억, 판관비 −68.3억원(전년 동기 대비) — 매출은 −3.9%
- **처분이익 성격**: 건물 사용권자산 계약 해지와 투자부동산 처분. 「사용권자산과 리스부채의 인식」 −498.5억원은 현금 유출입이 없는 거래다(현금흐름표 주석)
- **영업현금흐름**: 상반기 136.8억원 중 123.5억원이 배당금 수취, 나머지 13.3억원
- **3년 현금**: 2023~2025년 누적 잉여현금흐름 1,195억원은 운전자본 감소분 1,353억원보다 작다 — 현금의 원천은 매출 축소로 풀린 채권·재고다
- **매출 감소 분해(2024→2025)**: 매출 −1,413.9억원, 매출총이익률 18.2% → 13.5%, 판관비 −87.8억원 — 영업이익 감소 354.2억원의 대부분은 물량과 마진율에서 왔다
- **EBITDA(상각전영업이익)**: 152.8억 → −201.2억원(2024→2025), 2026 상반기 56.3억원

분기·반기 손익 (단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	2H25	1Q26	2Q26
매출액	979.4	1,119.4	1,842.9	920.9	1,095.9
영업이익	-68.0	-54.7	-169.4	28.2	-15.0
영업이익률	-6.9	-4.9	-9.2	3.1	-1.4

자료: 전자공시 DART, R-Advisory. 1Q는 반기 누적에서 2분기를 뺀 값, 2H25는 연간에서 상반기를 뺀 값이다.

영업이익이 2분기에 다시 적자로 돌아섰으므로, 상반기 흑자를 본업의 회복으로 읽을 근거는 아직 얇다. 판가 효과가 이어지는지는 3분기보고서의 게이트웨이 매출총이익률에서 확인할 수 있다.

자산의 질 위험(R4)

유동성·상환 위험(R2)과 원천이 같다 — 휴맥스모빌리티 투자와 그 투자자에게 진 의무다.

- **장부금액**: 휴맥스모빌리티 990.3억원(2026.06) = 지분 순자산 463.3억원의 2.1배
- **손상검사 가정**: 회수가능액 산정에 쓴 매출성장률 연 53.6%(2025년 사업보고서 연결 주석 11)
- **휴맥스모빌리티 실적**: 상반기 영업수익 1,305.7억원, 영업이익 18.5억원, 반기순손실 −108.7억원, 부채총계 5,094.0억원
- **담보**: 휴맥스모빌리티 보통주 7,935,232주·전환우선주 173,828주가 그 회사 전환사채 800억원의 담보로 제공돼 있다
- **계열사 채권**: 2025년 기타의 대손상각비 208.2억원, 관계·공동기업 투자 손상 109.7억원
- **출자전환**: 알티모빌리티 대여금 107.5억원을 주식으로 전환(2026.10.31 취득 기일, 지분 58.33%) — 피투자사 2025년 말 자본총계 −299억원

장부금액과 순자산의 차이 527억원은 높은 성장률 가정이 지키는 값이다. 그 가정이 바뀌면 손상은 자본에서 바로 빠지고, 2026년 세전손실로 잡혀 상장유지 요건에도 닿는다(→ 상장유지 요건(R7)). 연말 손상검사 결과는 2027년 3월 사업보고서의 관계기업 주석과 핵심감사사항에서 드러난다.

지배구조 위험(R5)

- **최대주주 변경**: 변대규 외 15.17% → ㈜제이투비 외 7인 25.77%(1,938,924주, 2026.10.28) — 제이투비 13.82%·변대규 11.50%
- **자기주식 제외 시**: 최대주주 측 32.37%
- **주식담보**: 최대주주 측 주식의 담보 제공 여부는 공시되지 않았다. 「임원·주요주주 특정증권등 소유상황보고서」와 대량보유보고서의 「보유주식 등에 관한 계약」 칸에서 볼 수 있다
- **특수관계 거래**: 알티모빌리티 대여금 출자전환 107.5억원, 계열사 지급보증 한도 9.1억원(휴맥스이브이·휴맥스모빌리티·알티모빌리티)
- **합병**: 2026.10.01 ㈜휴맥스홀딩스 흡수합병 — 지주회사가 사라지고 동사가 계열사를 직접 거느린다
- **소액주주**: 14,031명, 58.98%(2026.06)

최대주주 측 지분은 변경 뒤에도 30% 안팎이고, 그 지분의 담보 여부가 공시되지 않았다. 지배구조 위험의 크기는 이 한 가지 사실에 걸려 있다.

오버행·희석 위험(R6)

물량 위험은 새로 늘어난 주식보다 합병으로 넘어온 자기주식이 소각될지 다시 팔릴지에 달려 있다

오버행 — 주식수는 그대로, 팔 수 있는 물량이 느는 것

항목	주식수	일평균 거래량 대비	시점
자기주식(홀딩스 보유분 승계)	1,535,273	153일치	소각 예정 보도(2026.08), 결정 공시 없음
제이투비 유상증자 신주	939,849	94일치	1년 보호예수, 2027년 10~11월 해제

자료: 전자공시 DART, 블로터(2026.08.14), 스페셜타임스(2026.10.28), 한국거래소. 일평균 거래량은 10,013주(2026.07.30~10.29, 61거래일)다.

희석 — 주식수 자체가 느는 것

항목	늘어나는 주식수	비율	조건
제3자배정 유상증자(완료)	939,849	상장주식의 14.3%	2026.10.28 납입, 주당 5,320원
제27회 사모 전환사채	939,849	발행주식의 12.49%	전환가(주식으로 바꿀 때의 주당 가격) 5,320원, 조정 하한 5,000원, 전환청구 2027.10.30부터
전환가가 하한까지 내려가면	1,000,000	발행주식의 13.3%	권면 50억원 ÷ 5,000원

자료: 전자공시 DART, CBC뉴스(2026.10.22), SBS Biz(2026.10.14)

자기주식은 두 방향으로 작용한다. 처분하면 하루 거래량의 153일치가 시장에 나오고, 소각하면 상장주식수가 줄어 시가총액 기준까지의 거리가 좁아진다(→ 상장유지 요건(R7)). 처리 방향은 자기주식 소각·처분 결정 공시에서 확인할 수 있다.

상장유지 요건(R7)

상장 유지는 주가보다 연말 손상검사 결과와 자기주식 처리 방향에 먼저 걸려 있다

상장유지 요건까지의 거리 (2026.10.30 종가 5,000원 기준, 가까운 순)

요건	기준	현재값	요건에 닿으려면	평가
세전손실 (법인세비용차감전계속사업손실)	최근 3사업연도 중 2사업연도에 자기자본의 50% 초과·10억원 이상, 최근 사업연도도 손실 → 관리종목	2025년 92.0%(해당), 2024년 34.0%, 2026 상반기 세전이익 368.9억원	2026년 세전손실이 자기자본의 50%를 넘으면 2027.03 사업보고서로 해당	미흡
시가총액 300억원 (2027.07 시행 예정)	30거래일 연속 미달 → 관리종목	329.2억원	−8.9% (경계 주가 4,556원)	주의
시가총액 200억원 (2026.07.01 시행)	같음	329.2억원	−39.2% (경계 주가 3,038원)	양호
주가 1,000원 (동전주, 2026.07.01 시행)	30거래일 연속 미달 → 관리종목	5,000원 (2026.04 10:1 주식병합 후)	−80.0%	양호
자본잠식 50% (사업연도 말)	자본이 자본금의 50% 미만	지배주주지분 1,246.4억원	−84.7% (합병 후 자본금 약 380.8억원 기준)	양호
매출액 50억원 (2027년)	미달 시 관리종목	3,941.7억원(2025)	−98.7%	양호
감사의견·지분분산·반기 완전자본잠식	사유 발생 여부	감사의견 3년 적정, 소액주주 58.98%	하락으로 닿는 요건이 아니다	양호

자료: 코스닥시장 상장규정(관리종목 지정), 금융위원회·한국거래소 「부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안」(2026.02.12), SBS Biz(2026.09.04, 300억원 기준 6개월 유예 결정), 비즈워치(2026.04.17), 전자공시 DART, 한국거래소. 300억원 기준의 시행 시점은 거래소 상장규정 변경으로 확정된다.

* 세전손실 비율은 연결 세전손실 ÷ 지배주주지분이다. 비지배지분을 포함한 연결 자본총계 기준으로는 2025년 86.8%, 2024년 32.2%다.

* 시가총액·주가 요건은 관리종목 지정 뒤 90거래일 안에 45거래일 연속 기준을 회복하지 못하면 상장폐지된다. 세전손실로 관리종목이 된 뒤 다시 해당하면 상장적격성 실질심사 대상이 된다. 지정 뒤 90거래일 안의 병합·감자는 10:1을 넘을 수 없고, 지정 전 1년 안에 병합·감자를 마친 기업은 그 기간에 다시 할 수 없다. 2026.07.01 이후 변경상장된 병합·감자부터 적용되며, 동사의 2026.04 병합은 그 전에 변경상장됐다.

* 합병 후 자본금은 반기말 자본금 219.9억원에 합병 신주 2,277,449주와 유상증자 신주 939,849주의 액면을 더한 값이다. 합병 뒤 자본은 3분기보고서에서 공시된다.

세전손실 요건은 연말 손상검사가 정한다

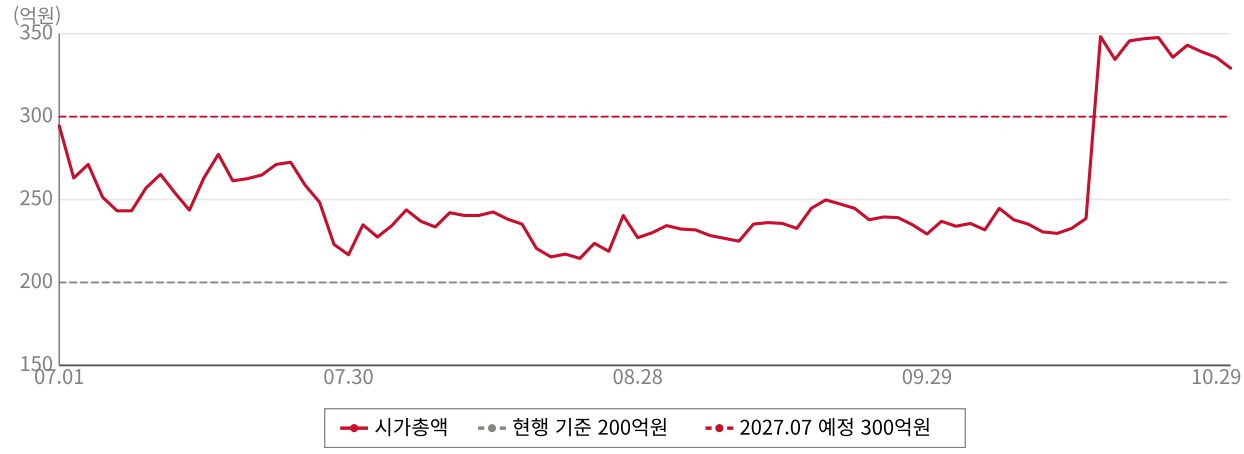
- **2026년 계산**: 다른 자본 변동이 없고 하반기 손실만큼 자본이 줄어든다면, 하반기 세전손실이 약 661억원을 넘을 때 연간 세전손실이 연말 자기자본의 50%를 넘는다(반기말 지배주주지분 1,246.4억원 기준, 연결 자본총계 기준으로는 약 681억원)
- **손상과의 관계**: 휴맥스모빌리티 장부가 990.3억원의 67%가 손상되면 그 금액에 닿는다. 앞 결제 방식별 산술의 「100% 손상」 조건은 이 요건을 넘는다
- **다른 손실 원천**: 투자자 보장 부채의 공정가치 평가손실도 세전손익에 들어간다
- **시점**: 2027년 3월 사업보고서 제출로 확정된다 — 시가총액 300억원 기준의 시행(2027.07 예정)보다 앞선다
- **산술의 한계**: 10월 합병·유상증자로 바뀐 자본은 3분기보고서에서 드러나며, 자본이 늘면 이 금액도 커지고 줄면 작아진다

300억원 기준까지의 거리는 상장주식수에 따라 달라진다

상장주식수	시가총액(5,000원)	경계 주가	거리
6,584,982주 — 현재 상장	329.2억원	4,556원	−8.9%
7,524,831주 — 유상증자 신주 상장 후	376.2억원	3,987원	−20.3%
5,989,558주 — 신주 상장 + 자기주식 전량 소각	299.5억원	5,009원	이미 기준 아래
6,929,407주 — 위 + 전환사채 전량 전환	346.5억원	4,330원	−13.4%

자료: 한국거래소, 전자공시 DART, R-Advisory. 시가총액은 상장주식수 × 종가다. 신주 상장 전에 자기주식을 소각하면 시가총액은 252.5억원이다.

시가총액과 상장유지 기준 (2026.07.01~10.30)



자료: 한국거래소, 금융위원회, R-Advisory

연속 영업손실: 관리종목·상장폐지 요건이 아니라 투자주의환기종목 지정 때 보는 항목이다. 동사 영업이익은 2024년 흑자, 2025년 적자다.

상장 요건 가운데 감사의견·자본잠식·매출액은 멀다. 가까운 것은 둘이다. 세전손실 요건은 2025년에 이미 한 번 해당돼, 2026년 연말 손상검사 결과가 2027년 3월 관리종목 여부를 정한다. 시가총액 기준은 주가만이 아니라 상장주식수에 따라 움직여, 신주 상장 뒤 자기주식을 전량 소각하면 지금 주가로도 300억원에 못 미친다. 2026년 7월부터 10월 16일까지는 합병 전 주식수(4,307,533주)로 시가총액이 214억~295억원이었고, 200억원 기준과의 거리가 가장 짧았던 날은 −6.8%(8.24)였다. 합병 신주 상장으로 주가와 무관하게 거리가 벌어졌다.

사업·집중·산업 환경(R8)

매출 위험은 셋톱박스 업황보다 남은 통신사 고객 두 곳과의 가격 협상에 걸려 있다

- **고객 집중**: 게이트웨이 최대 고객 B사 1,351억원 = 부문 매출의 68.9%, 안테나 최대 고객 A사 포함 2사 = 전사 매출의 63.2%(2025)
- **게이트웨이 매출**: 4,507억 → 1,962억원(−56.5%, 2023→2025), 2026 상반기 1,012.4억원(−7.5%)
- **안테나 매출**: 1,965.1억 → 1,980.0억원(2024→2025), 2026 상반기 965.6억원(−3.8%), 최대 고객 A사 1,342.4억 → 1,138.9억원
- **원가 집중**: 원재료 매입 중 메인칩 51.5%, 단일 공급사(2025)
- **매출 지역**: 미국 37.9%·국내 36.3%·유럽 15.9%(2025)
- **소송**: 미국 통신사 C사 약 2,016만 달러(약 280억~290억원, 시가총액의 85~88%) 손해배상 청구 1심(2026.03 제소), 위너콤 피소 89.4억원 2심(1심 위너콤 승소). C사 소송의 충당부채 인식 여부는 3분기보고서 우발부채 주석에서 드러난다

산업 환경 — 수익성을 좌우하는 변수

변수	현재 상태	업계 전망	위험과의 연결
유료방송 가입자	Comcast 2026년 3분기 비디오 −27.4만 명	서유럽 유료방송 가입자 2023→2029년 약 −8% (Digital TV Research, 2024.03)	감소가 빨라지면 게이트웨이 물량이 줄어 이익의 질 위험(R3)이 커진다
셋톱박스 출하	약 1.81억 대(2024년, −1.4%)	연평균 −1.7%(~2029, Futuresource 2025.06) · −1.2%(2026~31, Mordor 2026.02)	동사 매출 감소는 업계 전망보다 훨씬 크다 — 고객 이탈이 업황보다 큰 변수다
통신사 장비 구매	경쟁사 Vantiva 2026 상반기 비디오 매출 −40%(2026.07.30)	장비 원가 상승이 통신사의 고가 게이트웨이 구매를 제한(Dell'Oro 2026.07.30)	판가 인상이 물량 감소로 되돌아올 수 있다
메모리·메인칩 가격	통신사용 셋톱박스 메모리 최대 7배 (Counterpoint, 2026.02)	공급 증가는 2027년 하반기(Counterpoint)	판가 전가가 멈추면 상반기 매출총이익률 반등이 되돌려진다
현대차·기아 판매	현대차 2026년 목표 415.8만 → 400만 대 하향(2026.10.29)	샤크핀 안테나 시장 연평균 +7.6%(~2031, QYResearch 2025.10) · 현대모비스 안테나 내장형 5G 텔레매틱스 2026 하반기 양산 계획(외장 안테나 제거)	고객사 생산이 줄거나 안테나가 모듈에 흡수되면 안테나 매출이 줄어든다

자료: 표 안 기관 자료, 전자공시 DART, R-Advisory

게이트웨이 매출은 업계 출하 전망(연 −1~2%)보다 훨씬 빠르게 줄었다. 매출 위험의 중심은 업황이 아니라 남은 고객 두 곳의 발주와 가격이다. 상반기 이익률 반등이 이어지는지는 3분기보고서 부문 주석의 게이트웨이 매출총이익률에서 확인할 수 있다.

R-Index 6대 지수

레이먼인덱스(R-Index)는 공시 재무로 산출한 품질 4지수(자본효율 CEI·현금거버넌스 CGI·재투자강도 RII·시장적응 MAI, 높을수록 좋음)와 위험 2지수(악화위험도 WP·관계형리스크, 낮을수록 좋음)다. 비교 집단은 KOSDAQ × KSIC(표준산업분류) 46 도매·상품중개 77사이며, 업종 평균과 상위 10% 평균에 대조한다.

R-Index 6대 지수 2025 · 연결 재무

품질 4지수는 0~100(높을수록 좋음), 위험 2지수는 0~1(낮을수록 좋음). 비교 집단 KOSDAQ × KSIC 46 77사.

CEI 자본효율	**45.3**	높을수록 좋음 · **주의**. 업종 평균 58.9 대비 −13.6, 3년간 −22.9.
CGI 현금거버넌스	**27.9**	높을수록 좋음 · **미흡**. 평균 48.8 대비 −20.9, 3년 연속 하락.
RII 재투자강도	**50.8**	높을수록 좋음 · **양호**. 평균 대비 +9.7이나 설비 투자는 감가상각 미만.
MAI 시장적응	**55.3**	높을수록 좋음 · **주의**. 평균 59.0 대비 −3.7, 2024년 47.5에서 반등.
WP 악화위험도	**0.57**	낮을수록 좋음 · **미흡**. 업종 평균 0.20의 2.8배, 3년 연속 상승.
관계형 리스크	**0.12**	낮을수록 좋음 · MEDIUM · 업종 중위 0.05의 두 배 이상, 77사 중 낮은 쪽부터 66.2% 지점.

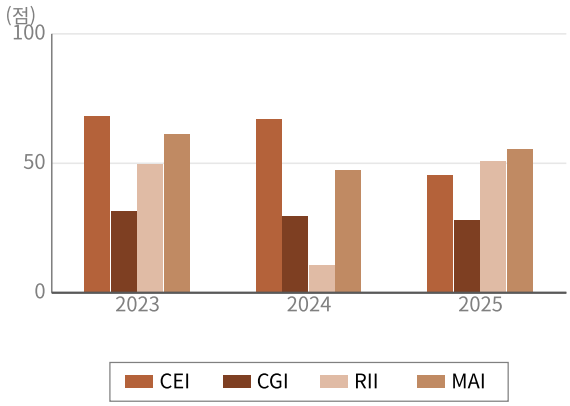
자료: R-Index(KONNECT), 2026.10.13 산출 · R-Advisory

품질 4지수 3개년 (0~100, 높을수록 좋음)

지수	구성	2023	2024	2025	업종 평균(2025)	상위 10% 평균(2025)	평가
CEI 자본효율	자산회전율 25 · ROIC(투하자본이익률) 25 · 유형자산효율 20 · 현금수익률 20 · 추세 10	68.2	67.1	45.3	58.9	93.3	주의
CGI 현금거버넌스	자금조달효율 25 · 현금활용도 20 · 주주환원균형 20 · 부채건전성 20 · 현금적정성 15	31.6	29.4	27.9	48.8	73.0	미흡
RII 재투자강도	설비투자강도 30 · 투자괴리율 30 · 재투자율 25 · 지속성 15	49.6	10.7	50.8	41.1	85.4	양호
MAI 시장적응	매출-투자동조성 30 · 이익품질 25 · 투자지속성 20 · 성장투자비율 15 · FCF추세 10	61.1	47.5	55.3	59.0	79.9	주의

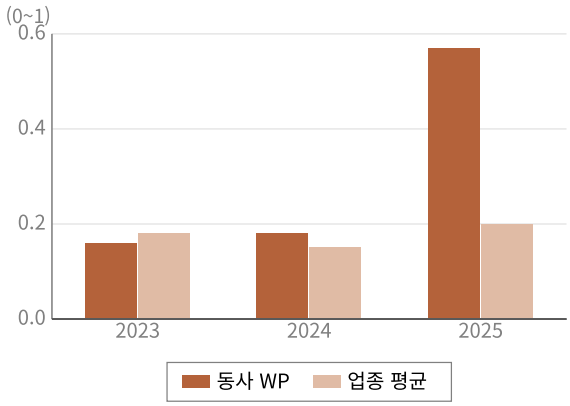
자료: R-Index(KONNECT), 2026.10.13 산출, 연결 재무 기준.

R-Index 품질 4지수 3개년



자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

R-Index 악화위험도(WP) 3개년과 업종 평균



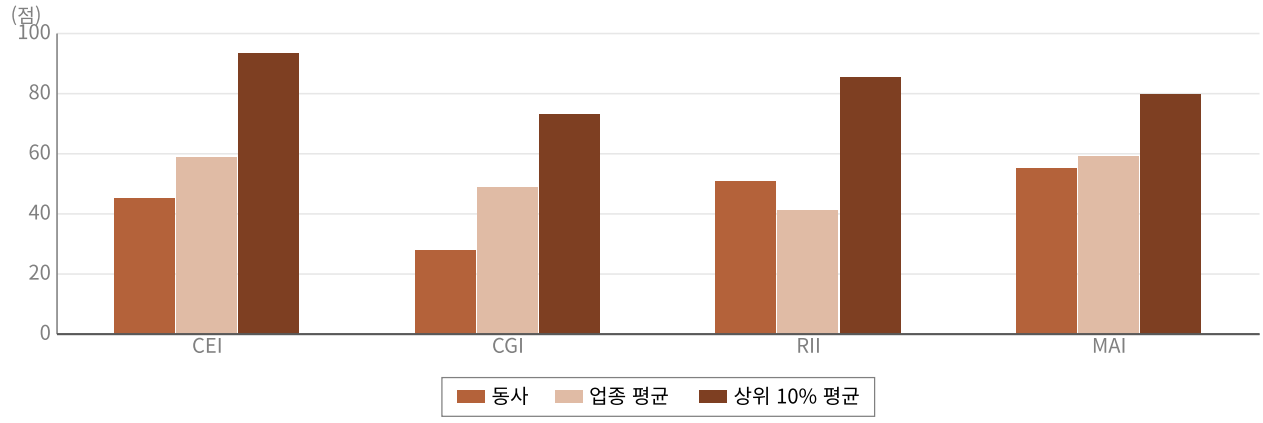
자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

위험 2지수 (낮을수록 좋음)

지수	2023	2024	2025	업종 평균	업종 내 위치	평가
WP 악화위험도	0.16	0.18	0.57 (CRITICAL)	0.20(2025)	52사 중 낮은 쪽부터 86.5% 지점	미흡
관계형리스크	—	—	0.12 (MEDIUM)	0.15	77사 중 낮은 쪽부터 66.2% 지점	-

자료: R-Index(KONNECT), WP 2026.10.13·관계형리스크 2026.10.25 산출. WP는 각 연도 말 재무로 산출한 0~1 값이며 비교 집단은 2023·2024년 47사, 2025년 52사다. 관계형리스크는 2023.10~2026.04 관측 구간 전체를 한 값으로 나타낸 확률이며 업종 중위는 0.05이다.

품질 4지수 — 동사·업종 평균·상위 10% 평균 (2025)



자료: R-Index(KONNECT), R-Advisory

CEI 자본효율 — 45.3으로 업종 평균보다 13.6 낮고 상위 10% 평균보다 48.0 낮다. 68.2 → 45.3으로 3년간 22.9 내려왔고, 2025년 영업적자 전환이 하락을 이끌었다. 다만 2023~2024년 점수가 평균을 웃돈 것은 같은 기간 ROE −31.6%·−36.8%와 맞지 않는다. 이 회사의 자본효율은 점수보다 손익이 더 정확히 보여 준다. 이익의 질 위험(R3)과 자산의 질 위험(R4)에 이어진다.

CGI 현금거버넌스 — 27.9로 여섯 지수 중 가장 낮고, 업종 평균보다 20.9 낮다. 3년 연속 내려왔다(31.6 → 27.9). 부채건전성 구성요소가 보는 사실은 유동비율 51.9%·현금 대비 1년 내 금융 의무 6.9배와 같다. 유동성·상환 위험(R2)과 같은 곳을 가리킨다.

RII 재투자강도 — 50.8로 업종 평균보다 9.7 높지만, 공시된 투자 내역은 다르다. 2025년 유·무형자산 취득은 67.8억원으로 감가상각비·무형자산상각비 91.0억원보다 적었고, 같은 해 관계기업 지분 취득에 97.7억원을 썼다. 매출이 26% 줄어든 해에는 같은 투자액도 강도가 높게 잡힌다. 이 회사에서는 점수보다 투자 내역을 본다 — 설비 투자는 감가상각에 못 미쳤다. 사업·집중 위험(R8)에 이어진다.

MAI 시장적응 — 55.3으로 업종 평균보다 3.7 낮다. 2024년 47.5에서 반등했으나 3년 전(61.1)보다 낮다. 이익품질 구성요소가 보는 영업현금흐름과 순이익의 관계는 상반기 영업현금흐름의 대부분이 배당금 수취였다는 이익의 질 위험(R3)의 사실과 같다.

WP 악화위험도 — 0.57로 업종 평균의 2.8배, 업종 중위의 5.7배이며 3년 연속 올랐다(0.16 → 0.57). 관계망·재무 정보로 산출한 악화 가능성이라 존속 위험의 결론이 아니라 존속 위험(R1)의 근거 하나다. 감사보고서는 계속기업 불확실성을 제기하지 않았다.

관계형리스크 — 0.12로 업종 평균(0.15)보다 낮고 중위(0.05)의 두 배를 넘는다. 관측 구간이 2026년 4월까지여서 10월 최대주주 변경과 전환사채 발행은 이 값에 들어 있지 않다. 지배구조 위험(R5)과 오버행·희석 위험(R6)에 이어진다.

위험 지수(WP)가 높고 품질 지수에서도 현금거버넌스가 미흡해, 위험과 품질 양쪽이 유동성을 가리킨다. 이 회사의 현금 문제는 쌓아 둔 현금의 쓰임이 아니라 부족이다 — 현금은 유형자산의 0.59배(2026.06)다.

기관 전용 축

유동성 제약(I1)

정리 소요 거래일 (3개월 일평균거래대금 0.54억원, 2026.07.30~10.29, 지분 금액은 2026.10.30 종가 기준)

금액	참여율 20%	참여율 10%
10억원	93거래일	186거래일
5% 지분 18.8억원 (376,242주)	175거래일	350거래일
10% 지분 37.6억원 (752,484주)	350거래일	700거래일

자료: 한국거래소, R-Advisory. 소요일수 = 금액 ÷ 일평균거래대금(0.538억원) ÷ 참여율, 올림. 금액 기준점은 임의로 고른 값이며 문턱이 아니다. 참여율 모형은 시장 충격을 반영하지 않아 소요일수는 하한값이다.

- **유동주식**: 4,050,634주 = 발행 7,524,831주 − 최대주주 등 1,938,924주 − 자기주식 1,535,273주
- **유동 시가총액**: 202.5억원(5,000원)
- **거래대금 위치**: 코스닥 하위 17.5%(상장폐지·미거래 기업 제외)

가격 위험(I1)

- **52주**: 최고 9,710원(2026.01.14, 4월 10:1 병합 조정가) 대비 −48.5%, 최저 4,950원(2026.06.26, 종가)
- **변동성**: 연환산 70.2%(최근 120거래일)
- **개별 베타**: 0.61, 결정계수 0.22(251거래일) — 시장 지수로 설명되는 몫이 작아 지수 헤지 효율이 낮다

매매·보유 관련 제도 사항(I2)

- **저PBR 위치**: 산업재 섹터 PBR 하위 12.65%(2025.12, 332사) — 공식 저PBR 기준은 공표되지 않았다
- **코넥스 이전 제도**: 시가총액 미달 관리종목 가운데 자본잠식이 아니고, 최근 3개년 중 2개년 영업흑자이거나 1개년 흑자·자기자본 200억원 이상인 기업은 코넥스로 옮길 수 있다(SBS Biz, 2026.09.04). 300억원 기준으로 지정되는 2027.07 이후의 최근 3개년은 2024~2026년이며, 동사는 2024년 흑자·2025년 적자이고 반기말 자기자본은 1,304.9억원이다. 세전손실 사유가 겹친 관리종목에도 적용되는지는 규정 공고에서 드러난다. 이 제도는 코넥스로의 이전이며 코스닥 상장 유지가 아니다

모델 리스크(I3)

- **공정가치 의존**: 투자자 보장 부채 836.3억원, 당기손익인식 금융자산(비유동) 1,263.4억원(자산총계의 27%), 휴맥스모빌리티 손상검사 모두 평가 가정에 기댄다 — 자본총계(1,304.9억원)보다 큰 금액이다
- **자본비용**: 산업 중위 베타 0.4112(KSIC 46, 78사)로 COE(자기자본비용) 6.59% 산출. 2025년 ROE −84.7%에서 Equity Spread −91.3%p — 시장위험 프리미엄을 5~8%로 바꿔도 −90%p대
- **배수**: 순이익이 음수여서 PER은 산출되지 않는다

보유·공시 의무(I4)

- **적용 규정**: 5% 보고·10% 이상 보유 시 단기매매차익 반환 — 금액 기준은 유동성 제약(I1) 표

- **지정 이력**: 관리종목·투자주의환기종목 지정 없음(2026.10.30)

보유 자체에 붙는 의무는 일반 상장사와 같다. 관리종목으로 지정되면 신용거래 제한 등 매매 조건이 바뀐다.

ESG·평판·제재(I5)

- **지정감사**: 2024년부터 외부감사법 제11조 제1항 제6호에 따라 성현회계법인이 지정감사인이다(2025년 사업보고서 V)
- **내부회계관리제도**: 감사의견 적정(2025)
- 핵심감사사항 → 존속 위험(R1) · 신용등급 → 유동성·상환 위험(R2) · 소송 → 사업·집중 위험(R8)

평판 위험의 중심은 소송이다. C사 청구액이 시가총액에 맞먹어, 결과가 자본과 고객 관계를 함께 건드린다.

포트폴리오 상관·집중(I6)

- **전방 수요**: 매출의 절반이 북미·국내 유료방송·통신사의 셋톱박스·게이트웨이 구매, 나머지 절반이 현대차·기아 생산
- **중복 노출**: 북미 통신사·국내 완성차 업종을 이미 보유한 포트폴리오와는 같은 수요 변수에 노출된다

이 종목의 가격은 시장보다 회사 고유 사건(손상검사·자본 거래)에 더 크게 움직인다. 시장 지수로 설명되는 몫이 22%에 그쳐, 분산 효과보다 사건 위험이 남는다.

결론을 바꿀 수 있는 미공개 사항

아래는 문제가 없다는 뜻이 아니라, 아직 공시되지 않았거나 회사가 공개하지 않은 사항이다.

1. 투자자 보장 의무의 실제 결제 금액과 시점 — 휴맥스모빌리티 재무 재편 공시와 3분기보고서 파생상품부채 주석에서 드러난다
2. 합병 뒤 자본·부채와 자본금 — 2026.11.16까지 제출되는 3분기보고서 재무상태표에서 드러난다
3. 휴맥스모빌리티 장부금액의 연말 손상 여부와 2026년 세전손실 — 2027년 3월 사업보고서 관계기업 주석과 핵심감사사항에서 드러난다
4. 자기주식 1,535,273주의 소각·처분 여부 — 자기주식 소각·처분 결정 공시에서 볼 수 있다
5. 최대주주 측 주식의 담보 제공 여부 — 「임원·주요주주 특정증권등 소유상황보고서」의 담보 제공 주식수 칸에서 볼 수 있다
6. 합병 반대주주 주식매수청구 대금 — 3분기보고서 자본 변동 주석에서 드러난다
7. 합병 신주 예정 수량 2,341,313주와 공시 증가분 2,277,449주의 차이 63,864주 — 3분기보고서 주식의 총수에서 드러난다
8. 코스닥 시가총액 300억원 기준의 확정 시행일 — 한국거래소 상장규정 변경 공고에서 볼 수 있다
9. 미국 고객사 C사 소송의 충당부채 인식 여부 — 3분기보고서 우발부채 주석에서 드러난다

다시 점검할 사건

아래 사건이 생기면 이 분석을 다시 점검한다.

- 휴맥스모빌리티 재무 재편·리파이낸싱 공시 (유동성·상환 위험)
- 3분기보고서 공시 — 합병 후 재무상태 (전 축)
- 자기주식 소각·처분 결정 (상장유지 요건, 오버행)
- 유상증자 신주 상장이나 자기주식 소각으로 상장주식수가 바뀔 때, 또는 시가총액이 300억원 가까이 내려올 때 (상장유지 요건)
- 휴맥스모빌리티 손상 규모가 드러나는 사업보고서·감사보고서 (상장유지 요건, 자산의 질)
- 신규 전환사채·신주인수권부사채 발행 또는 유상증자 결의 (희석)
- 최대주주 변경 또는 주식담보 계약 공시 (지배구조)
- 신용등급 변경 (유동성·상환 위험)
- 관리종목·투자주의환기종목 지정 (상장유지 요건)

자료 원천

구분	자료	기준일
재무	전자공시 DART 2025년 사업보고서(연결·별도, 감사보고서 포함)·2026년 반기보고서	2025.12.31 · 2026.06.30
10월 자본 거래	디지털투데이(2026.10.12)·SBS Biz(2026.10.14)·CBC뉴스(2026.10.22)·스페셜타임스(2026.10.28)의 공시 보도	2026.10
시장	한국거래소 종가·거래대금	2026.10.30 (거래대금 2026.10.29까지)
지수	R-Index(KONNECT)	2026.10.13 산출 (관계형리스크 2026.10.25)
상장 규정	코스닥시장 상장규정, 금융위원회·한국거래소 보도자료(2026.02.12), 비즈워치(2026.04.17), SBS Biz(2026.09.04)	2026.11.01 조회
신용등급	한국기업평가	2026.06
업계 전망	Futuresource·Mordor Intelligence·Counterpoint·Digital TV Research·QYResearch·현대자동차	표 안 표기

Compliance Notice

발행사 정보

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

발간 이력

일시	2026.11.01
투자의견	제시하지 않음
목표주가	제시하지 않음

- 본 자료는 공시·공개 자료에서 확인된 사실과 그로부터 산출한 값을 정리한 것이다. 특정 종목의 매수·매도를 권유하지 않으며, 투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않는다. 편입·보유·처분 여부와 보유 규모에 대한 판단이나 그 기준선을 제시하지 않는다. 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않는다. 본 자료는 자본시장법상 투자자문업·유사투자자문업의 영업행위로서 제공되는 조언이 아니다. 상장폐지 가능성을 확률로 제시하지 않으며 요건까지 남은 거리만 기술한다. 공시되지 않았거나 회사 내부 자료로 남아 있다고 적은 항목은 위험이 없다는 뜻이 아니다. 수치는 기준일 시점 자료에 근거하며 이후 변동될 수 있다.
- 본 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.
- 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.
- 본 자료는 당사 저작물로서 모든 지식재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제·전송·배포할 수 없습니다.