

비나텍

(126340. KQ)

MEA 물량 증가 시작 단기 수익성 개선은 과제

투자의견

BUY(유지)

목표주가

70,000 원(하향)

현재주가

39,500 원(09/27)

시가총액

240(십억원)

미드스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 3Q24 매출액 189억원(+39.7% yoy), 영업이익 3억원(-78.5% yoy) 예상. 2분기 이어 부진한 수익성 전망
- MEA 캐па 증설로 인한 고정비 부담이 가장 큰 원인, 하반기부터 분기별 감가상각비 약 10억원 추가 인식하는데 반해 가동률은 상승 전이기 때문
- 다만 유럽 전장 업체향 매출이 시작됐고 이외에도 우주/항공, 방산, 건설기계 등 고객사와 어플리케이션 확대중인 점은 매우 긍정적, 2024년 연간 MEA 매출액은 작년 대비 약 3배 증가할 전망(89억원 전망)
- 메자닌 발행으로 270억원 자금 조달 완료, 향후 고객사 요청에 따른 추가 증설 여력 확보
- 현재 주가는 MEA 매출이 본격화 되는 2026년 실적 기준 PER 27배, EV/EBITDA 10.3배 수준. 단기 수익성 부진에 따른 눈높이 조절 필요해 목표주가 1만원 하향하지만 투자의견은 BUY 유지

주가(원,09/27)	39,500
시가총액(십억원)	240

발행주식수	6,085천주
52주 최고가	61,700원
최저가	34,800원
52주 일간 Beta	0.79
60일 일평균거래대금	12억원
외국인 지분율	1.9%
배당수익률(2024F)	0.1%

주주구성

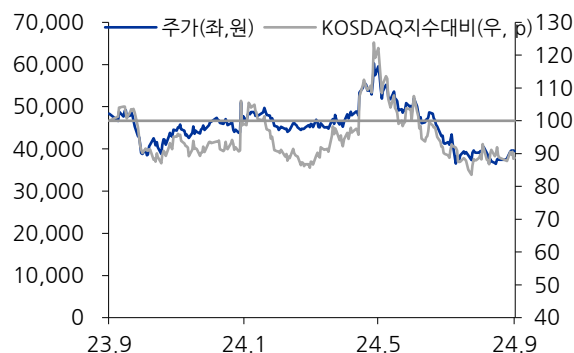
성도경 (외 10인)	30.6%
미래에셋자산운용 (외 1인)	6.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0.1	-13.9	-18.3
절대기준	-1.1	1.1	-10.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	80,000	▼
영업이익(24)	0.9	6.3	▼
영업이익(25)	2.5	9.2	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	55.0	69.8	82.0	102.6
영업이익	3.0	0.9	2.5	9.9
세전손익	1.7	3.6	3.8	11.1
당기순이익	2.0	3.5	3.1	8.9
EPS(원)	325	612	502	1,463
증감률(%)	-83.3	88.3	-18.0	191.6
PER(배)	143.0	64.6	78.7	27.0
ROE(%)	3.2	5.6	4.4	11.7
PBR(배)	4.2	3.5	3.4	3.0

자료: 유진투자증권



대규모 투자로 인한 단기 수익성 부진 불가피

2 분기 매출액은 183 억원, 영업이익은 7 억원으로 매출액은 전년 동기대비 39.7% 증가했지만 영업이익은 78.5% 감소했다. 중국 스마트미터기향 중형 슈퍼커패시터의 매출 확대가 있었는데 상대적으로 이익기여도가 낮은 것이 원인이었다. 3 분기 매출액은 189 억원, 영업이익 3 억원을 전망한다. 분기 수익성이 악화되는 이유는 대규모 증설에 대한 감가상각비 인식이다. 완주 1 공장(연료전지 소재/부품)의 MEA CAPA 가 기존 30 만장에서 130 만장으로 4 배 이상 증가했다. 관련 투자가 마무리됐고 감가상각비를 인식하지만 큰 증설 규모에 비해 가동률 상승은 아직이다. 가동률의 점진적인 증가를 감안하더라도 하반기 수익성은 부진은 불가피할 전망이다.

도표 1. 비나텍(연결) 분기 실적 전망

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24F	4Q24F	2023A	2024F
매출액	12.2	14.7	13.5	14.6	13.5	18.3	18.9	19.1	55.0	69.8
YoY(%)	(25.1)	(30.5)	(7.8)	(21.6)	10.8	24.6	39.7	30.9	(22.2)	27.0
슈퍼캡	11.0	13.4	12.2	12.1	11.8	16.1	14.6	14.6	48.7	57.1
연료전지	0.4	0.8	0.8	1.7	1.2	1.3	3.6	3.8	3.8	9.8
기타	0.8	0.5	0.4	0.8	0.5	0.9	0.7	0.7	2.5	2.8
매출원가	9.4	9.7	7.9	9.9	8.1	11.6	12.8	13.7	36.9	46.3
매출총이익	2.7	5.0	5.7	4.7	5.3	6.8	6.0	5.3	18.1	23.5
판관비	3.2	3.9	4.2	3.7	4.9	6.1	5.7	5.9	15.0	22.5
영업이익	(0.5)	1.1	1.5	0.9	0.4	0.7	0.3	(0.5)	3.0	0.9
YoY(%)	(127.3)	(76.6)	34.9	(39.8)	(182.6)	(37.9)	(78.5)	(153.2)	(67.5)	(69.1)
OPM	(4.3)	7.6	11.0	6.5	3.2	3.8	1.7	(2.6)	5.5	1.3
EBITDA	0.6	2.7	2.9	2.1	1.7	2.3	3.1	2.3	8.3	9.4
영업외손익	0.8	(0.5)	(0.6)	(1.1)	0.7	0.7	0.7	0.6	(1.3)	2.7
세전이익	0.3	0.6	0.9	(0.1)	1.1	1.4	1.0	0.1	1.7	3.6
법인세비용	(0.2)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.2	0.3	0.2	0.0	(0.3)	0.1
당기순이익	0.5	0.6	1.0	(0.1)	0.9	1.1	0.8	0.1	2.0	3.5

자료: 비나텍, 유진투자증권

도표 2. 완주 공장 증설 계획



자료: 비나텍, 유진투자증권

MEA 물량 증가와 어플리케이션 다변화 매우 긍정적

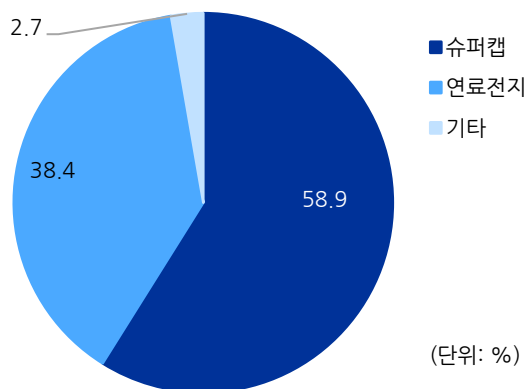
다행히도 MEA 물량은 꾸준히 증가할 전망이다. 증설 규모에 비하면 아쉽지만 유럽 전장 업체향 MEA 샘플 매출이 시작되었고 이외에도 방산/우주항공 업체와 유럽 건설장비, 건물용 연료전지 등 고객사와 어플리케이션이 확대되고 있다. 2024 년 연간 MEA 매출액은 전년 대비 3 배정도 증가한 89 억원을 전망한다. 내년에도 점진적 가동률 상승으로 MEA 매출은 증가할 전망이고 현대차의 신형 넥쏘 출시와 엑시언트 수출 증가 등 모멘텀으로 지지체 매출도 소폭 성장이 예상된다.

도표 3. 비나텍(연결) 연간 실적 전망

(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	70.7	55.0	69.8	82.0	102.6
YoY(%)	44.3	(22.2)	27.0	17.5	25.1
슈퍼캡	61.5	48.7	57.1	58.5	60.4
연료전지	5.5	3.8	9.8	20.7	39.4
기타	3.6	2.5	2.8	2.8	2.8
매출원가	48.4	36.9	46.3	55.5	65.2
매출총이익	22.3	18.1	23.5	26.5	37.4
판매비	12.9	15.0	22.5	24.0	27.5
영업이익	9.4	3.0	0.9	2.5	9.9
YoY(%)	66.2	(67.5)	(69.1)	167.8	294.5
OPM	13.2	5.5	1.3	3.1	9.7
EBITDA	12.1	8.3	9.4	14.0	23.4
영업외손익	(0.7)	(1.3)	2.7	1.3	1.2
세전이익	8.6	1.7	3.6	3.8	11.1
법인세비용	(3.1)	(0.3)	0.1	0.8	2.2
당기순이익	11.7	2.0	3.5	3.1	8.9
목표주가기준 EV/EBITDA			45.5	30.4	18.2
목표주가기준 PER			121.7	139.5	47.9

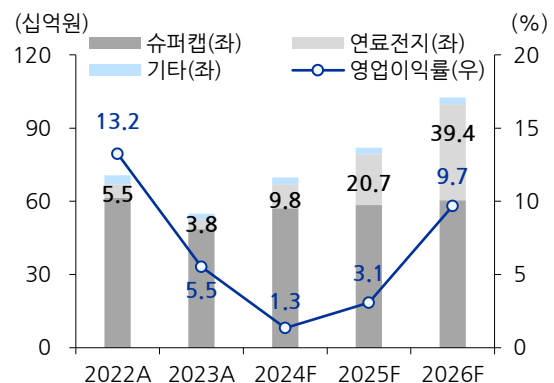
자료: 비나텍, 유진투자증권

도표 4. 사업부문별 매출비중(2026F)



자료: 비나텍, 유진투자증권

도표 5. 부문별 매출액과 영업이익률 추이



자료: 비나텍, 유진투자증권

목표주가 70,000 원으로 하향 투자의견 BUY 유지

단기 수익성 부진에 따른 눈높이 조정이 필요하다고 판단해 목표주가를 1 만원 하향한다. 증설된 CAPA 의 가동률이 본격적으로 상승하는 2026 년의 목표주가 기준 PER 은 48 배, EV/EBITDA 는 18 배 수준이다.

목표주가는 하향하지만 MEA 100 만장 추가 증설에 따른 연료전지 부문 매출액 이 의미 있게 증가하고 있고 FR-ESS, 방산, 물류시스템 등 슈퍼캡 부문의 모멘텀 도 남아있다. 최근 발행한 교환사채와 전환사채로 270 억원의 투자금을 확보했 는데 향후 고객사 요청에 따른 MEA(1 공장)와 슈퍼캡(2 공장) 추가 증설 및 R&D 자금으로 사용할 예정이다. 회사의 중장기적 성장 로드맵은 더욱 구체화 되 고 있다. 투자의견 BUY 를 유지한다.

비나텍(126340.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	133.3	130.0	197.6	203.5	216.5
유동자산	55.5	46.7	40.8	46.3	66.6
현금성자산	25.9	22.4	4.7	4.4	12.5
매출채권	18.4	16.1	24.7	28.7	37.3
재고자산	10.4	7.4	10.6	12.3	15.9
비유동자산	77.8	83.3	156.8	157.2	149.9
투자자산	8.8	9.8	10.1	10.5	10.9
유형자산	67.8	72.2	144.9	145.1	137.5
기타	1.2	1.3	1.9	1.7	1.5
부채총계	72.3	65.7	128.9	132.0	136.2
유동부채	44.6	41.4	64.2	66.2	70.3
매입채무	6.3	7.1	12.1	14.1	18.3
유동성이자부채	37.8	33.8	51.5	51.5	51.5
기타	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
비유동부채	27.7	24.3	64.8	65.8	65.9
비유동이자부채	26.5	23.0	62.4	63.4	63.4
기타	1.2	1.3	2.4	2.4	2.5
자본총계	61.0	64.3	68.6	71.6	80.3
지배지분	61.0	64.3	68.7	71.6	80.4
자본금	2.9	3.1	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	34.2	36.0	36.0	36.0	36.0
이익잉여금	27.3	29.2	32.8	35.7	44.5
기타	(3.5)	(4.0)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
비지배지분	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	61.0	64.3	68.6	71.6	80.3
총차입금	64.3	56.7	113.8	114.8	114.8
순차입금	38.4	34.4	109.2	110.5	102.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	11.4	13.1	4.3	19.4	10.8
당기순이익	11.7	2.0	3.5	3.1	8.9
자산상각비	4.7	5.4	8.1	10.1	9.8
기타비현금성손익	0.3	4.7	(2.7)	10.1	0.1
운전자본증감	(4.4)	2.4	(7.6)	(3.8)	(8.0)
매출채권감소(증가)	(4.1)	1.7	(9.7)	(4.1)	(8.5)
재고자산감소(증가)	1.4	3.3	(2.2)	(1.7)	(3.6)
매입채무증가(감소)	0.9	(0.9)	5.3	2.0	4.2
기타	(2.5)	(1.8)	(1.1)	(0.0)	(0.0)
투자현금	(23.5)	(3.7)	(66.9)	(20.6)	(2.6)
단기투자자산감소	(9.1)	5.5	3.1	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(23.9)	(12.4)	(69.6)	(10.0)	(2.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
재무현금	21.5	(7.0)	47.6	0.9	(0.1)
차입금증가	23.6	(7.9)	47.8	1.0	0.0
자본증가	(2.1)	0.9	(0.2)	(0.1)	(0.1)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
현금 증감	9.0	2.3	(14.9)	(0.4)	8.1
기초현금	7.0	16.0	18.3	3.4	3.0
기말현금	16.0	18.3	3.4	3.0	11.1
Gross Cash flow	16.7	12.1	12.9	23.2	18.8
Gross Investment	18.8	6.9	77.7	24.3	10.5
Free Cash Flow	(2.1)	5.2	(64.8)	(1.2)	8.3

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	70.7	55.0	69.8	82.0	102.6
증가율(%)	44.3	(22.2)	27.0	17.5	25.1
매출원가	48.4	36.9	46.3	55.5	65.2
매출총이익	22.3	18.1	23.5	26.5	37.4
판매 및 일반관리비	12.9	15.0	22.5	24.0	27.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	9.4	3.0	0.9	2.5	9.9
증가율(%)	66.2	(67.5)	(69.1)	167.8	294.5
EBITDA	14.1	8.5	9.4	14.0	23.4
증가율(%)	61.9	(40.0)	10.2	49.8	66.8
영업외손익	(0.7)	(1.3)	2.7	1.3	1.2
이자수익	0.6	0.8	0.7	1.1	1.4
이자비용	1.4	2.0	4.0	5.3	5.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(0.1)	6.0	5.5	5.2
세전순이익	8.6	1.7	3.6	3.8	11.1
증가율(%)	9.4	(80.3)	114.5	5.2	191.6
법인세비용	(3.1)	(0.3)	0.1	0.8	2.2
당기순이익	11.7	2.0	3.5	3.1	8.9
증가율(%)	55.7	(83.1)	77.0	(12.8)	191.6
지배주주지분	11.7	2.0	3.7	3.1	8.9
증가율(%)	55.7	(83.1)	88.3	(18.0)	191.6
비지배지분	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0
EPS(원)	1,941	325	612	502	1,463
증가율(%)	55.7	(83.3)	88.3	(18.0)	191.6
수정EPS(원)	1,941	325	612	502	1,463
증가율(%)	55.7	(83.3)	88.3	(18.0)	191.6

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,941	325	612	502	1,463
BPS	11,151	11,073	11,291	11,769	13,211
DPS	23	24	20	20	20
밸류에이션(배, %)					
PER	19.7	143.0	64.7	78.9	27.1
PBR	3.4	4.2	3.5	3.4	3.0
EV/ EBITDA	18.3	36.0	38.9	28.0	17.4
배당수익율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	13.7	23.4	18.7	10.4	12.8
수익성(%)					
영업이익율	13.2	5.5	1.3	3.1	9.7
EBITDA이익율	19.9	15.4	12.9	15.3	19.2
순이익율	16.5	3.6	5.0	3.7	8.7
ROE	21.0	3.2	5.6	4.4	11.7
ROIC	7.8	2.3	0.7	1.2	4.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	63.0	53.5	159.0	154.4	127.4
유동비율	124.3	112.7	63.6	70.0	94.7
이자보상배율	6.5	1.5	0.2	0.5	1.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	4.2	3.2	3.4	3.1	3.1
재고자산회전율	6.8	6.2	7.8	7.2	7.3
매입채무회전율	11.9	8.2	7.3	6.3	6.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

