

Initiation

바이넥스
(053030)

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

30,000

목표주가

신규

현재주가

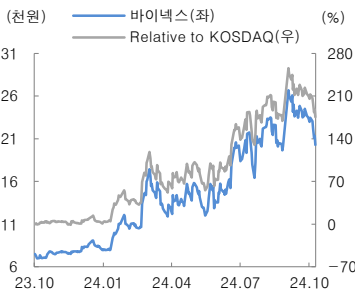
20,600

(24.10.25)

제약업종

KOSDAQ	727.41
시가총액	673십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	27,000원 / 7,330원
120일 평균거래대금	520억원
외국인지분율	4.71%
주요주주	

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.7	4.8	51.6	173.6
상대수익률	-12.1	14.9	77.8	189.9



cGMP 인증도 받고
수주도 받고

- 투자의견 매수, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시
- FDA cGMP 인증 받은 CDMO로 레벨업 예정
- 보유 라인 중 가장 큰 규모의 5,000L 가동을 상승으로 실적 개선 기대

투자의견 매수, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

동사는 올해 FDA 실사 대응에 따른 공장 가동률 하락으로 부진한 실적을 기록하였으나, 2025년에는 1) CMO 가동률 확대로 흑자 전환, 2) 25년 1월 cGMP 인증 획득으로 생물보안법 수혜 기대, 3) 트랙 레코드 증가에 따른 추가 수주 기대 등 긍정적인 전망이 기대되어 커버리지 개시함

목표주가는 상업화 물량 생산으로 가동률이 상승하는 26년 EPS에 글로벌 바이오 CDMO Fwd 24m PER 평균을 20% 할인 적용하여 30,000원 제시

FDA cGMP 인증 받은 CDMO로 레벨업 예정

2025년 1월 송도 공장 FDA cGMP 인증을 확보할 예정. 동사는 셀트리온 약템라bs 공급 업체로, 올해 6월 승인 절차에 따라 FDA 실사 완료하였으며, 25년 1월 약템라bs FDA 허가과 동시에 cGMP 인증을 획득할 예정. 이는 국내 중소형 항체의약품 CDMO 중 유일하며, 추후 미국을 겨냥한 생물보안법 관련 수혜도 가능할 전망

비어있던 5,000L 라인, 드디어 돌아간다

2024년 9월 국내 대형사항 약 174억원 규모의 신규 PPQ 물량 공급 계약 공시, 해당 물량의 생산을 위해 오송공장의 5,000L 라인 사용 예정이며, 2024년 12월부터 2025년 4월사이 가동률에 따라 실적에 반영될 예정. 추가적인 5,000L 라인 증설도 기대. 5,000L는 동사가 보유한 라인 중 가장 큰 규모로 추후 상업화 물량 생산시 실적 개선에 크게 기여할 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	157	155	135	179	282
영업이익	17	1	-20	13	47
세전순이익	15	5	-16	18	52
총당기순이익	12	5	-17	18	50
지배지분순이익	12	5	-17	17	50
EPS	392	147	-531	549	1,570
PER	29.5	60.9	NA	37.5	13.1
BPS	6,033	5,708	5,174	5,719	7,285
PBR	1.9	1.6	4.0	3.6	2.8
ROE	6.7	2.5	-9.8	10.1	24.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

I . 투자 의견 및 밸류에이션

투자 의견 매수, 목표주가 30,000 원으로 커버리지 개시

동사는 올해 FDA 실사 대응에 따른 공장 가동률 하락으로 실적이 부진했으나, 2025년부터는 긍정적인 전망이 기대되어 투자의견 Buy를 제시한다.

2025년부터는 다음과 같은 이유로 실적 개선이 예상된다.

1) CMO 가동률 확대로 흑자 전환 예상, 2) 2025년 1월 cGMP 인증 획득에 따른 생물보안법 수혜 기대, 3) 트랙 레코드 증가에 따른 추가 수주 기대.

목표주가는 2026년 예상 EPS에 PER 멀티플 19배를 적용하여 30,000원으로 추정했다. 2026년에는 다음과 같은 이유로 실적 개선이 본격화 될 것으로 예상된다.

1) 셀트리온 악템라bs 출시에 따른 상업화 물량 공급, 2) 최근 계약한 PPQ 물량의 상업 물량으로 전환, 3) cGMP 승인 획득에 따른 추가 수주 기대.

따라서, 2026년 예상 EPS에 바이오의약품 CDMO 기업 삼성바이오로직스, Lonza, Wuxi Biologics, Wuxi Apptec의 Fwd 24m PER 멀티플 평균값을 20% 할인 적용하여 목표주가를 산출하였다.

동사는 올해 셀트리온의 악템라bs 승인 절차에 따라 FDA 실사를 완료했으며, 2025년 1월 악템라bs 승인과 동시에 cGMP 승인을 획득할 것으로 예상된다. 이는 국내 중소형 바이오 CDMO 중 유일한 성과로, 미국 생물보안법 관련 수혜도 기대해 볼 수 있다. 또한 올해 9월에는 그동안 비어 있던 오송 공장 5,000L 바이오리액터 수주를 확보했으며, 상업화 물량 생산에 따라 가동률이 상승할 경우 매출 확대에 크게 기여할 것으로 예상된다.

표 25. 바이넥스 목표주가 산출 (단위: 원)

항목	가치	비고
26년 예상 EPS (A)	1,570	
Target PER 멀티플 (B)	19	글로벌 바이오 CDMO Fwd 24m PER 평균을 20%할인 (삼성바이오로직스, Lonza, Wuxi Biologics, Wuxi Apptec)
적정주가 (C=AxB, 원)	29,767	
목표주가 (원)	30,000	
현재주가 (원)	20,600	
상승여력	46%	

자료: 대신증권 Research Center

다수의 트랙레코드와 글로벌 수준의 GMP 시설 보유한 기업

동사의 사업은 케미컬 의약품 사업과 바이오의약품 CMO 사업으로 구분된다. 바이오의약품 생산 시설은 송도와 오송에 위치하고 있으며, 500L, 1000L, 5,000L 등 다양한 크기의 중소형 생산 설비를 보유하고 있어, 초기 임상시료부터 및 상업화 물량까지 GMP 수준의 생산이 가능하다.

주요 고객사는 셀트리온, 유한양행, 종근당 등과 같은 국내 대형 제약/바이오 기업부터 에이프로젠, 제넥신, 파멧신, 에이비엘바이오, 에이피트바이오 등 다수의 국내 중소 바이오텍이다. 국내뿐만 아니라, Boehringer Ingelhem(독일), TRIGR Therapeutics(미국), Roivant(미국), IDAC(일본), I-MAB(중국) 등 다양한 해외 고객사도 확보하여, 글로벌 수준의 GMP 시스템과 트랙레코드를 보유하고 있다. 최근에는 국내 대형사와 신규 수주 계약을 체결하였으며, cGMP 인증을 획득하면 추가적인 고객 유치도 기대된다.

4Q24 5,000L 공장 가동 및 상업화 물량 공급에 따라 흑자 전환 전망

2023년 기준 매출 비중은 바이오 40%, 케미컬 60%로 바이오 부문 비중이 더 높았으나, 올해는 바이오 비중이 36%, 케미컬 비중이 65%로 바이오 부문의 비중이 감소할것으로 추정된다. 이는 상반기 FDA 실사 준비 및 대응을 위해 공장을 일시적으로 섰다운하면서 매출이 감소한 영향 때문이다. 이로 인해 이익률이 높은 바이오 사업부의 매출 비중이 낮아져 상반기에 적자가 발생했다.

그러나 4분기부터 국내 대형사항 PPQ 배치 생산 및 셀트리온 악템라bs 초도 물량 생산이 시작되어 BEP(손익분기점)을 달성할 것으로 예상된다. 내년부터는 4개 분기 모두 흑자로 전환될 것으로 전망한다.

표 26. 바이넥스 분기별 매출 및 연간 매출 추정 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	48.2	39.5	31.6	35.5	29.7	31.5	34.3	39.6	154.8	135.1	178.5
yoy (%)	36.5%	-2.1%	-20.1%	-14.4%	-38.4%	-20.3%	8.6%	11.6%	-1.2%	-12.7%	32.1%
바이오사업부	25.6	14.2	10.1	12.3	8.6	10.6	12.5	16.2	62.2	47.9	94.6
yoy (%)	88%	-27%	-39%	-33%	-66%	-25%	23%	31%	-8.6%	-23.0%	97.3%
매출 비중 (%)	53%	36%	32%	35%	29%	34%	36%	41%	40.2%	35.5%	53.0%
의약품사업부	22.6	25.3	21.5	23.2	21.1	20.8	21.8	23.4	92.6	87.2	83.9
yoy (%)	89%	-25%	-40%	-34%	-66%	-25%	23%	33%	4.6%	-5.8%	-3.7%
매출 비중 (%)	47%	64%	68%	65%	71%	66%	64%	59%	59.8%	64.5%	47.0%
매출총이익	23.2	15.0	8.9	9.8	2.5	5.3	9.7	12.8	56.9	30.3	60.2
GPM (%)	48.2%	38.0%	28.1%	27.6%	8.3%	17.0%	28.2%	32.2%	36.8%	22.4%	33.7%
yoy (%)	62.3%	-27.9%	-51.9%	-41.9%	-89.4%	-64.4%	9.1%	30.1%	-19.2%	-46.8%	98.9%
영업이익	8.3	0.4	-4.4	-3.3	-10.6	-8.3	-2.6	1.0	1.0	-20.5	13.3
OPM (%)	17.1%	1.0%	-13.8%	-9.2%	-35.8%	-26.3%	-7.6%	2.5%	0.7%	-15.2%	7.4%
yoy (%)	218.5%	-95.0%	-170.6%	-895.1%	-229.0%	-2117.1%	-40.5%	-130.8%	-94.1%	2090.8%	164.6%
당기순이익	7.0	1.3	-5.5	1.7	-9.8	-5.4	-0.5	2.8	4.6	-12.9	12.7
NIM (%)	14.6%	3.4%	-17.4%	4.8%	-33.0%	-17.0%	-1.4%	7.0%	3.0%	-9.5%	7.1%
yoy (%)	280.0%	-75.7%	-205.4%	-1820.0%	-239.4%	-500.0%	-91.2%	62.2%	-63.4%	-380.7%	-198.5%

자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

표 27. 바이넥스 바이오의약품 생산 시설 현황

위치	종류		Working Volume	구분
송도	Drug Substance (Bulk)	Mammalian (4,500L)	1 × 1,000L (SUB)	Suite 1-1
			1 × 1,000L (SUB)	Suite 1-2
			1 × 500L (SUS)	Suite 2
			2 × 1,000L (SUS)	Suite 5, Suite 6
	Drug Product (Fill/Finish)	Microbial (500L)	1 × 500L(SUS)	Suite 3
		Liquid Vial	7,200 vials/hr (available size: 2mL to 50mL)	Fill/Finish (Suite 4)
		Lyophilization	30,000 vials/hr (available size: 2mL to 50mL)	
오송	Drug Substance (Bulk)	Mammalian (7,000L)	Pre-filled Syringe	22,000 syringes/hr (available size: 1mL to 3mL)
			1 × 5,000L (SUS)	오송 공장
			2 × 1,000L (SUS)	

자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

표 28. 글로벌 대형 및 중소형 CDMO 현황

Scale	Mammalian Cell Culture	CDMO	Largest Bioreactor	Facility Location
Mega Scale	> 100,000L	삼성바이오로직스 (한국)	12,000L ~ 20,000L	Korea
		Boehringer Ingelheim (독일)		Worldwide
		Lonza (스위스)		Worldwide
		Wuxi Biologics (중국)		China (Wuxi, Shanghai)
		Fujifilm (일본)		USA (TX), UK, Denmark
Small&Medium Scale	71,500L	Asahi Glass (일본)	3,000L	Denmark, USA (Seattle, Berkeley)
	18,500L	Thermo Fisher (미국)	2,000L	USA (NC, NJ, MO), Europe (Netherlands, Australia, Switzerland), China
	12,500L	Rentschler (독일)	3,000L	Germany
	11,500L	바이넥스 (한국)	5,000L	Korea
	4,000L	Toyobo (일본)	4,000L	Japan

자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

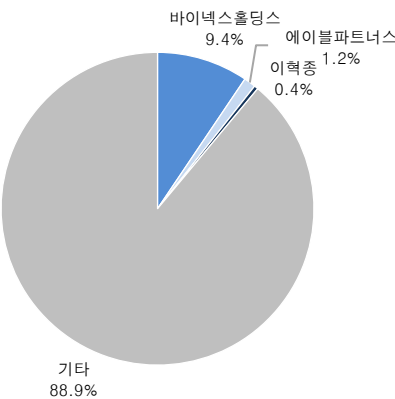
- 1957년 설립(순천당제약사), 2000년 바이넥스로 상호를 변경하였으며, 2001년 7월 KOSDAQ 상장.
- 주요 사업부문은 의약품사업부(케미컬 의약품의 생산 및 판매)와 바이오 사업부(바이오의약품 CDMO)
- 케미컬의약품은 부산공장에서 생산하며 대표 품목은 정장제 및 점안제 사업, 바이오의약품은 송도 공장 및 오송 공장 두 곳에서 생산하며, 500L~5,000L 까지 다양한 규모의 의약품 생산 가능.

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 수주 계약 체결 및 공장 증설
- (-) 실적 악화, 수주 실패에 따른 고정비 증가로 인한 수익성 악화

자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

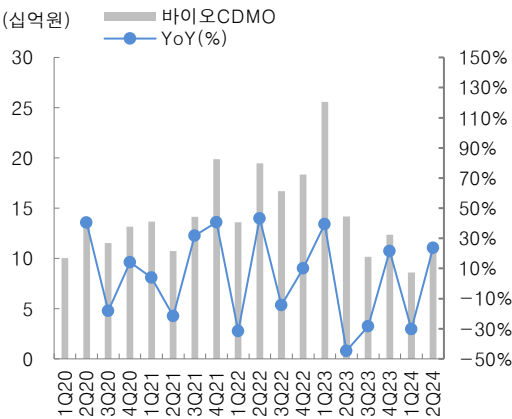
바이넥스 주주 현황



자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

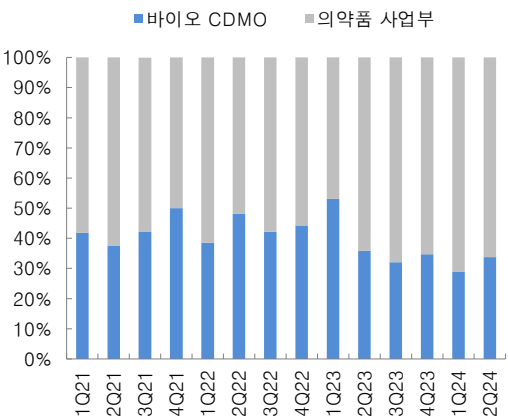
Earnings Driver

바이오 CDMO 사업부 매출 추이



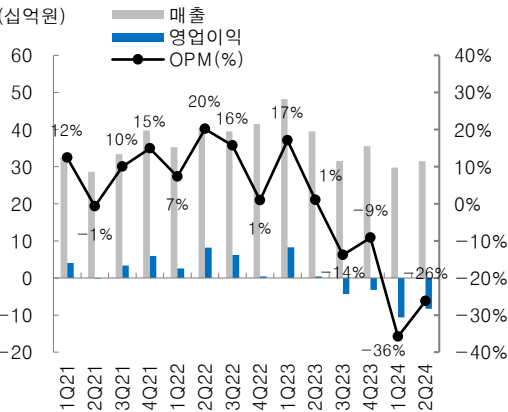
자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)



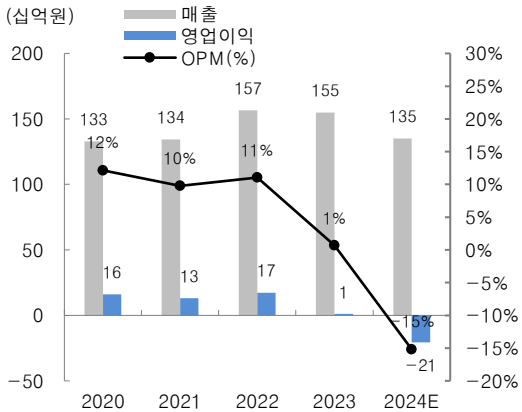
자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	157	155	135	179	282
매출원가	86	98	105	118	184
매출총이익	71	57	30	60	98
판매비와관리비	53	56	51	47	51
영업이익	17	1	-20	13	47
영업이익률	11.0	0.7	-15.2	7.4	16.6
EBITDA	25	11	-11	22	56
영업외손익	-2	4	5	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	6	4	5	5
외환관련이익	1	2	2	2	2
금융비용	-6	-4	-2	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	2	2	2	2
법인세비용차감전순손익	15	5	-16	18	52
법인세비용	3	0	1	1	2
계속사업순손익	12	5	-17	18	50
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	5	-17	18	50
당기순이익률	7.9	3.0	-12.5	9.8	17.8
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	12	5	-17	17	50
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	11	-11	-33	1	34
비지배자분포괄이익	0	-1	0	0	0
지배자분포괄이익	11	-10	-33	1	33

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	392	147	적자	549	1,570
PER	29.5	60.9	적자	37.5	13.1
BPS	6,033	5,708	5,174	5,719	7,285
PBR	1.9	1.6	4.0	3.6	2.8
EBITDAPS	802	344	적자	708	1,758
EV/EBITDA	15.4	29.9	NA	33.0	13.1
SPS	4,933	4,875	4,255	5,621	8,874
PSR	2.3	1.8	4.8	3.7	2.3
CFFS	857	375	-310	749	1,801
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	16.6	-1.2	-12.7	32.1	57.9
영업이익 증가율	31.1	-93.9	적자	흑자	253.1
순이익 증가율	-35.0	-62.9	적자	흑자	186.1
수익성					
ROIC	9.3	0.6	-11.9	6.7	20.9
ROA	6.0	0.4	-7.8	4.7	14.1
ROE	6.7	2.5	-9.8	10.1	24.2
안정성					
부채비율	55.2	41.7	62.1	64.8	57.9
순차입금비율	13.0	23.4	42.2	38.1	24.4
이자보상배율	8.3	0.5	0.0	0.0	0.0

자료: 바이넥스, 대신증권 Research Center

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산		109	74	63	91	153
현금및현금성자산		31	8	6	18	42
매출채권	및	24	17	19	25	38
기타채권						
재고자산		29	28	30	40	63
기타유동자산		25	21	7	9	11
비유동자산		189	183	204	208	212
유형자산		120	122	123	123	124
관계기업투자금		0	0	0	0	0
기타비유동자산		70	61	81	85	88
자산총계		298	257	266	299	365
유동부채		98	67	94	108	122
매입채무 및 기타채무		16	13	12	13	14
차입금		3	28	56	71	86
유동성채무		8	1	1	1	0
기타유동부채		70	26	24	23	22
비유동부채		8	8	9	10	12
차입금		0	0	0	0	0
전환증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		8	8	9	10	12
부채총계		106	76	102	118	134
자배지분		192	181	164	182	231
자본금		16	16	16	16	16
자본잉여금		139	139	139	139	139
이익잉여금		42	47	30	47	97
기타지분변동		-5	-20	-20	-20	-20
비자배지분		1	0	0	0	0
자본총계		192	181	164	182	231
순차입금		25	42	69	69	56

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	17	4	-24	0	12
당기순이익	12	5	-17	18	50
비현금항목의 가감	15	7	7	6	7
감가상각비	8	10	9	9	9
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	-3	-3	-3	-2
자산부채의 증감	-9	-4	-13	-23	-43
기타현금흐름	-1	-5	-1	0	-1
투자활동 현금흐름	-39	-14	-29	-13	-14
투자자산	-1	1	-22	-5	-5
유형자산					-26
기타	-12	-8	0	-1	-1
재무활동 현금흐름	3	-13	24	11	10
단기차입금	-2	25	28	15	15
사채	-3	-28	-2	-2	-2
장기차입금	7	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	1	-10	-2	-2	-3
현금의 증감	-19	-23	-2	12	24
기초 현금	50	31	8	6	18
기말 현금	31	8	6	18	42
NOPLAT	14	1	-22	13	45
FCF	-14	-5	-20	14	47