



비나텍

| Bloomberg Code (126340 KS) | Reuters Code (126340.KQ)

2023년 11월 27일

[연료전지 소재·부품]

최규현, CFA 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

여의주를 얻은 이무기는 용이 될 수 있다



매수
(유지)



현재주가 (11월 24일)
46,750 원



목표주가
80,000 원 (하향)



상승여력
71.1%

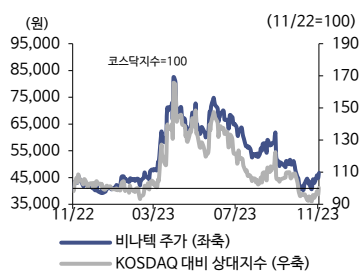
- ◆ 2% 부족: 실적 부진, 대형 프로젝트 관련 실적 가시성 의문 상존
- ◆ 2% 채우기: 견조한 본업 체력, 증설 공식화, 신규 대형 PJT 수주
- ◆ 용이 되기에 충분한 잠재력...소부 메이커 Top Pick 유지



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	271.3십억원
발행주식수	5.8백만주
유동주식수	3.8백만주(65.8%)
52주 최고가/최저가	82,300원/39,300원
일평균 거래량 (60일)	38,958주
일평균 거래액 (60일)	2,008백만원
외국인 지분율	2.39%
주요주주	
성도경 외 9인	30.65%
국민연금공단	6.23%
절대수익률	
3개월	-13.4%
6개월	-35.7%
12개월	10.3%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-4.2%
6개월	-32.5%
12개월	-0.1%

주가



이무기가 용이 되기엔 2% 부족했던 2023년

2023년 전사 매출액 및 영업이익은 각각 537억원(-24%, 이하 YoY), 38억원(-60%)을 달성할 전망이다. 외형 및 이익 모두 역성장이 예상되는 이유는 2022년의 실적 성장을 이끌었던 리모컨향 슈퍼캡 물량이 부진하기 때문이다. 연료전지 소재·부품 외형도 기존 고객사의 사업 환경 악화로 9% 역성장이 예상된다. 2026년부터는 폭발적인 성장이 기대되는데 모빌리티(상용차)향 대형 고객사와의 프로젝트 성과가 가시권에 들어왔기 때문이다. 이를 통해 비나텍의 성장 내러티브가 시장에 정착되는 듯 했으나 2023년 실적 부진, 상기 프로젝트 관련 실적 가시성에 대한 의문 상존 등으로 인해 다음 기회를 기약하게 됐다.

여의주를 입에 확실히 물어야 용이 될 수 있다

이무기가 용이 되어 승천하기 위해서는 여의주를 확실히 물어야 하며 이를 위해서는 ①견조한 본업의 실적 체력, ②상기 프로젝트를 위한 증설 공식화, ③신규 대형 프로젝트 수주 등이 전제되어야 한다.

①리모컨향 물량은 부진하나 기존 어플리케이션(스마트 미터기, 데이터 센터, 자동차 전장 등)의 수요는 견조하며 오히려 물량은 증가 중이다. 기존 어플리케이션 내 신규 고객사 확보 및 신규 어플리케이션 개척 노력도 지속 중이다. 이를 통해 2024년 슈퍼캡 외형은 613억원(+33%)으로 다시 성장을 이어나갈 것으로 기대된다. ②현재 완주 2공장(LiC 등) 증설을 진행 중이며 관련 자금은 마련한 상태다. 상기 프로젝트 물량 대응을 위한 추가 증설이 필요할 것이며 이에 앞서 선제적인 자금 조달이 진행될 가능성이 높다. 이는 중요한 시그널이 될 것이다. ③또 다른 신사업인 하이브리드 시스템 사업(ESS, 모빌리티 등)을 추진 중이며 2024~25년부터 성과가 가시권에 들어올 전망이다.

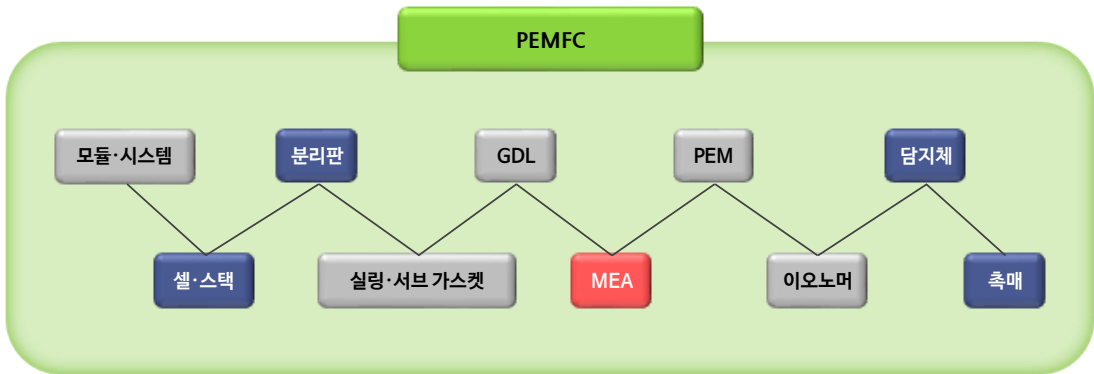
이무기에서 용으로 변할 수 있는 잠재력은 여전히 충분하다

투자의견은 '매수' 유지, 목표주가는 실적 추정치 및 멀티플 조정을 반영해 8만원으로 하향하나 소·부 메이커 Top Pick은 유지한다. 비나텍은 여전히 용이 될 잠재력이 충분히 높다고 판단한다. 2024년을 기점으로 본업은 다시 성장세에 돌입할 것으로 예상되며 연료전지 소재·부품 사업은 상기 프로젝트를 기반으로 신규 프로젝트가 추가되고 있다. 하이브리드 시스템 신사업도 시동을 걸었다. 여전히 기대해 볼 만하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	49.0	5.6	7.5	1,324	8,763	34.7	32.3	5.2	16.0	59.7
2022	70.7	9.4	11.7	2,035	10,635	19.7	18.3	3.8	21.0	63.0
2023F	53.7	3.8	3.2	558	10,859	83.8	59.0	4.3	5.1	56.0
2024F	72.3	8.2	4.9	806	11,088	58.0	22.1	4.2	7.2	99.7
2025F	94.2	11.8	7.0	1,091	11,555	42.9	16.4	4.0	9.4	111.9

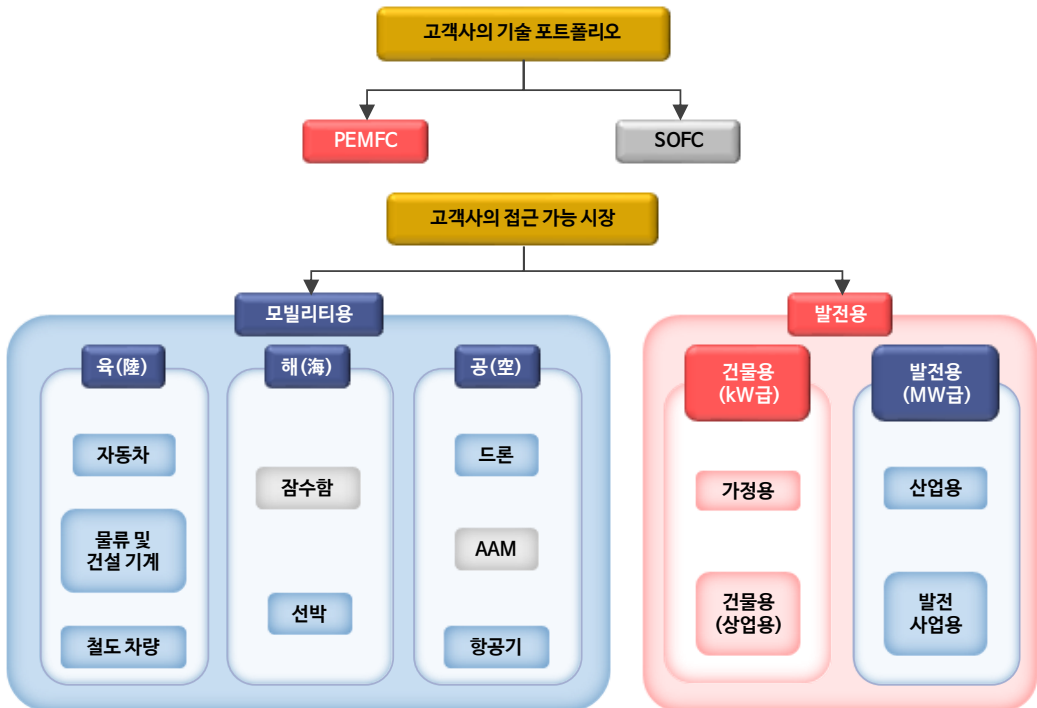
자료: 회사 자료, 신한투자증권

PEMFC Value Chain 내 비나텍의 사업화 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

비나텍 고객사의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 고객사가 현재 확보한 기술 포트폴리오의 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리. 고객사가 현재 접근 가능한 시장은 빨강, 향후 진출 계획 중인 시장은 남색으로 음영 처리

비나텍 SOTP 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	41.8	37.2	13.0	483.1	할인율(WACC) 7%
슈퍼커패시터	19.3	16.8	10.0	166.9	2024F 슈퍼커패시터 피어 멀티플 가중 평균
연료전지 소재·부품	22.6	20.4	15.5	316.3	2024F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				4.4	
③ 순 차입금				36.6	
목표 시가총액				450.9	(①+②-③)
발행 주식 수				5,634	자사주 제외
목표주가				80,000	
현재 주가				46,750	
상승 여력				71.1	

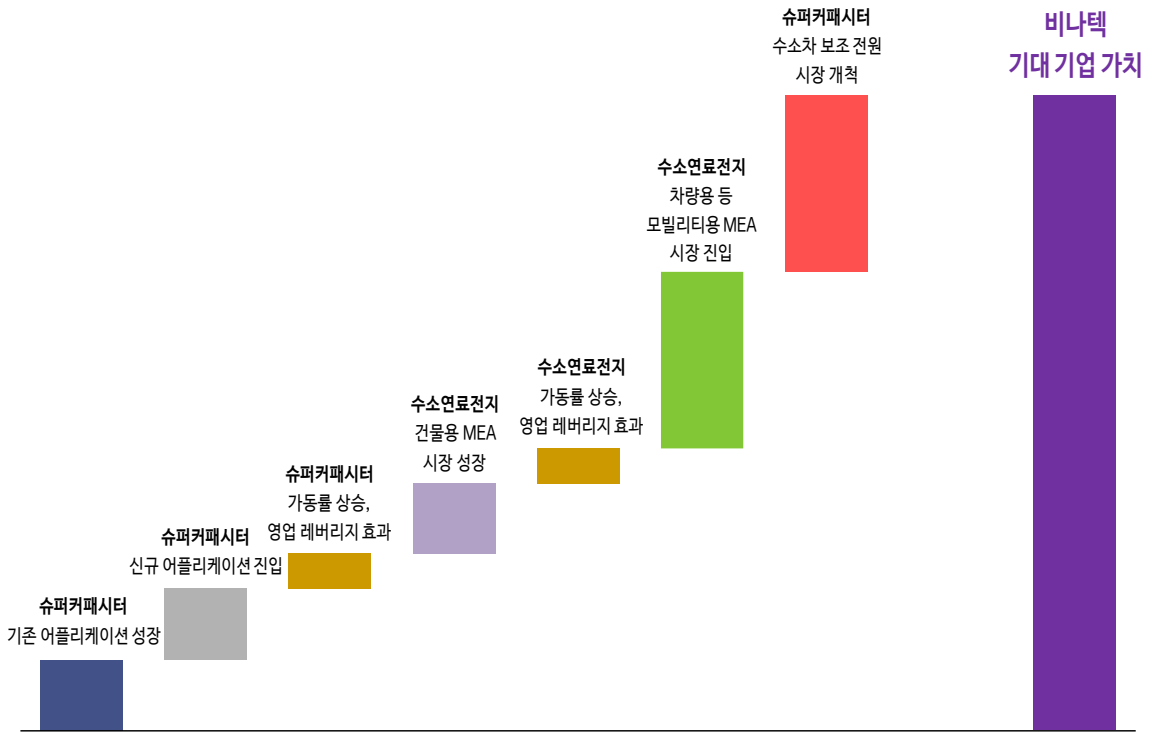
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	46.7	49.0	70.7	53.7	72.3	94.2	219.0
YoY 증감률	8.7	4.9	44.3	(24.0)	34.5	30.3	132.5
슈퍼커패시터	41.1	41.5	61.5	46.2	61.3	76.8	100.8
YoY 증감률	4.3	1.1	48.1	(24.9)	32.8	25.4	31.2
연료전지 소재·부품	3.7	3.7	5.5	5.1	8.5	14.9	115.7
YoY 증감률	401.6	(0.3)	50.4	(8.7)	68.5	74.5	677.5
MEA	3.4	3.2	5.0	4.4	7.3	12.6	98.3
YoY 증감률	413.3	(6.9)	57.4	(11.6)	65.3	74.1	677.4
기타	1.9	3.7	3.6	2.5	2.5	2.5	2.5
영업이익	6.4	5.6	9.4	3.8	8.2	11.8	29.0
YoY 증감률	(24.0)	(11.6)	66.2	(59.5)	116.9	43.2	146.4
영업이익률	13.6	11.5	13.2	7.1	11.4	12.5	13.2
EIBTDA	9.1	8.7	14.1	9.5	15.5	21.9	41.8
YoY 증감률	(15.5)	(4.3)	61.9	(32.8)	63.5	41.3	91.4
EIBTDA 마진율	19.5	17.8	19.9	17.6	21.4	23.2	19.1
세전이익	4.7	7.9	8.6	3.2	6.3	9.0	24.6
지배주주 순이익	4.6	7.5	11.7	3.2	4.9	7.0	19.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정/주: 사업부별 매출액 실제치는 반품 총당 부채 설정하기 전 제품 매출 수치 사용

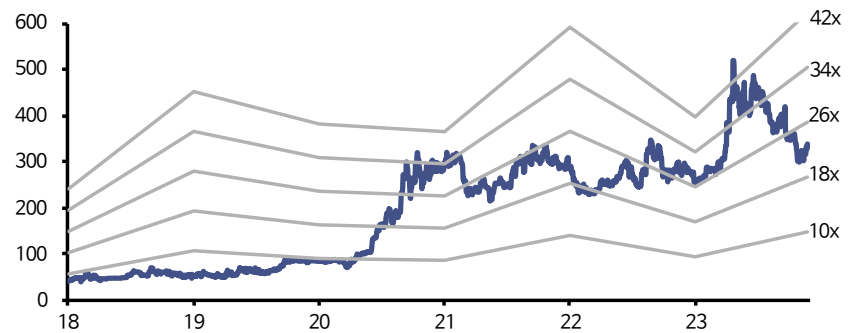
비나텍 기업 가치 상승 요인 요약



자료: 신한투자증권/주: 막대의 크기는 기업 가치 상승에 대한 영향력의 크기를 나타냄

비나텍 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

(십억원)



자료: QuantilWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	98.5	133.3	139.6	176.7	205.2
유동자산	35.6	55.5	55.1	63.7	71.3
현금및현금성자산	7.0	16.0	20.2	17.4	25.2
매출채권	12.6	17.2	14.3	21.5	25.2
재고자산	10.3	10.4	9.2	13.3	16.9
비유동자산	62.8	77.8	84.6	113.0	133.9
유형자산	58.2	67.8	73.7	101.7	121.9
무형자산	0.7	1.2	1.2	1.7	2.3
투자자산	3.2	5.2	5.9	5.8	5.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	48.2	72.3	73.5	105.7	127.2
유동부채	24.7	44.6	45.8	52.8	60.5
단기차입금	16.4	25.2	32.9	36.9	40.9
매입채무	2.4	3.0	2.5	3.5	4.5
유동성장기부채	2.0	12.5	6.6	8.5	11.3
비유동부채	23.6	27.7	27.6	52.9	66.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	21.4	26.5	26.5	51.8	65.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	50.2	61.0	66.2	71.1	78.1
자본금	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4
자본잉여금	34.2	34.2	35.9	35.9	35.9
기타자본	(1.9)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
기타포괄이익누계액	(0.7)	0.2	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	15.8	27.3	30.3	35.0	41.8
지배주주지분	50.2	61.0	66.2	71.1	78.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	39.9	64.3	66.1	97.3	117.9
*순차입금(순현금)	30.0	38.4	37.1	70.9	87.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	4.3	11.4	10.9	1.9	14.4
당기순이익	7.5	11.7	3.2	4.9	7.0
유형자산상각비	3.0	4.6	1.4	7.0	9.7
무형자산상각비	0.1	0.2	0.0	0.2	0.4
외환환산손실(이익)	(1.3)	1.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(6.6)	(4.4)	0.9	(10.3)	(2.6)
(법인세납부)	(0.2)	(0.1)	(0.4)	(1.4)	(2.0)
기타	1.5	(1.6)	5.8	1.5	1.9
투자활동으로인한현금흐름	(8.1)	(23.5)	(9.3)	(35.9)	(27.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(28.5)	(23.9)	(10.0)	(35.0)	(30.0)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.7)	(0.9)
투자자산의감소(증가)	(2.0)	(2.3)	(0.2)	0.1	0.0
기타	22.7	2.9	1.2	(0.3)	3.8
FCF	(25.7)	(9.5)	(1.7)	(31.6)	(13.4)
재무활동으로인한현금흐름	9.0	21.5	2.3	31.2	20.5
차입금의증가(감소)	10.5	23.8	1.6	31.2	20.5
자기주식의처분(취득)	2.1	2.1	(0.2)	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.6)	(4.4)	0.9	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.2	(0.3)	0.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5.3	9.0	4.2	(2.8)	7.9
기초현금	1.7	7.0	16.0	20.2	17.4
기말현금	7.0	16.0	20.2	17.4	25.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	49.0	70.7	53.7	72.3	94.2
증감률 (%)	4.9	44.3	(24.0)	34.5	30.3
매출원가	33.8	48.4	35.5	45.1	58.1
매출총이익	15.1	22.3	18.2	27.1	36.1
매출총이익률 (%)	30.9	31.5	34.0	37.5	38.4
판매관리비	9.5	12.9	14.5	18.9	24.4
영업이익	5.6	9.4	3.8	8.2	11.8
증감률 (%)	(11.6)	66.2	(59.5)	116.9	43.2
영업이익률 (%)	11.5	13.2	7.1	11.4	12.5
영업외손익	2.2	(0.7)	(0.6)	(1.9)	(2.8)
금융손익	2.5	(0.4)	(0.1)	(1.9)	(2.8)
기타영업외손익	(0.3)	(0.3)	(0.5)	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	7.9	8.6	3.2	6.3	9.0
법인세비용	0.4	(3.1)	(0.1)	1.4	2.0
계속사업이익	7.5	11.7	3.2	4.9	7.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.5	11.7	3.2	4.9	7.0
증감률 (%)	62.4	55.7	(72.4)	52.2	42.3
순이익률 (%)	15.3	16.5	6.0	6.8	7.4
(지배주주)당기순이익	7.5	11.7	3.2	4.9	7.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	8.1	12.6	3.7	4.9	7.0
(지배주주)총포괄이익	8.1	12.6	3.7	4.9	7.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	8.7	14.1	5.2	15.5	21.9
증감률 (%)	(4.3)	61.9	(62.9)	196.1	41.3
EBITDA 이익률 (%)	17.8	19.9	9.7	21.4	23.2

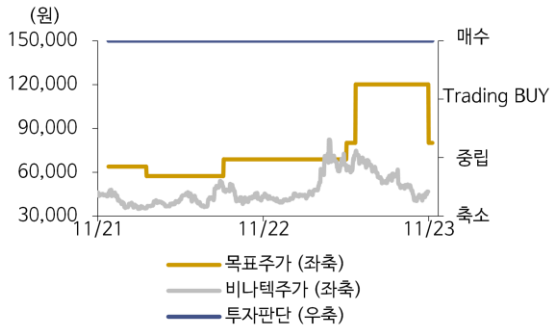
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,324	2,035	558	806	1,091
EPS (지배순이익, 원)	1,324	2,035	558	806	1,091
BPS (자본총계, 원)	8,763	10,635	10,859	11,088	11,555
BPS (지배지분, 원)	8,763	10,635	10,859	11,088	11,555
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	34.7	19.7	83.8	58.0	42.9
PER (지배순이익, 배)	34.7	19.7	83.8	58.0	42.9
PBR (자본총계, 배)	5.2	3.8	4.3	4.2	4.0
PBR (지배지분, 배)	5.2	3.8	4.3	4.2	4.0
EV/EBITDA (배)	32.3	18.3	59.0	22.1	16.4
배당성향 (%)	1.7	1.1	4.6	3.3	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.8	19.9	9.7	21.4	23.2
영업이익률 (%)	11.5	13.2	7.1	11.4	12.5
순이익률 (%)	15.3	16.5	6.0	6.8	7.4
ROA (%)	8.4	10.1	2.4	3.1	3.7
ROE (지배순이익, %)	16.0	21.0	5.1	7.2	9.4
ROIC (%)	9.3	11.4	3.9	5.6	6.3
안정성					
부채비율 (%)	96.0	118.7	111.0	148.7	162.9
순차입금비율 (%)	59.7	63.0	56.0	99.7	111.9
현금비율 (%)	28.2	35.9	44.1	33.0	41.7
이자보상배율 (배)	7.5	6.5	1.8	3.0	3.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.9	3.3	2.5	2.9	3.0
재고자산회수기간 (일)	66.0	53.3	66.5	56.8	58.5
매출채권회수기간 (일)	83.3	77.0	107.0	90.5	83.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

비나텍(126340)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 12월 21일	매수	63,762	(38.3)	(24.7)
2022년 03월 15일	매수	57,276	(28.3)	(5.7)
2022년 09월 01일	매수	68,731	(37.4)	(24.3)
2023년 03월 02일		6개월경과	(13.2)	19.7
2023년 05월 30일	매수	80,000	(19.7)	(10.6)
2023년 06월 19일	매수	120,000	(53.8)	(37.7)
2023년 11월 27일	매수	80,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최규현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 24일 기준)

매수 (매수)	92.68%	Trading BUY (중립)	5.28%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------