

비나텍 (126340)

1Q24 NDR 후기: 도광양회(韜光養晦)

2024년 5월 20일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	90,000 원 (상향)
✓ 상승여력	67.3%	✓ 현재주가 (5월 17일)	53,800 원

신한생각 Still The "N"bagger(N≥2)...시가총액 3조원을 향해!

신에너지(수소) Top Pick 유지. 본업(슈퍼캡) 회복, 신사업(수소, 하이브리드 시스템) 구체화 고려 시 중·장기적 관점에서의 접근 여전히 유효. 슈퍼캡 어플리케이션의 점진적 확대를 통한 Cash Flow 창출 능력 향상에 더해 질 하이브리드 시스템(LIC + 배터리 혹은 연료전지)을 통한 New Power Solution 제공, 유럽 연료전지 업체를 놀라게 한 MEA 기술력은 "To The Moon(시가총액 3조원)" 달성을 위한 핵심 동력이 될 것으로 판단

2024년 사업 목표 및 1Q24 Review, 신사업 추진 현황 점검

2024년 실적 목표는 2022년 수준(매출액 약 700억원, 영업이익 약 90억원)을 상회하는 것. 1) 중국 미터기향 Q ↑, 2) 자동차 전장 신규 고객사 확보, 3) 신규 어플리케이션(IT 주변기기, 풍력 발전기 피치 컨트롤) 진입, 4) 데이터 센터향 Q ↑(+Bloom Energy SOFC향 Q ↑ 가능성 有), 5) 수소 사업 기존 고객사향 Q ↑ 및 신규 고객사(주로 모빌리티) 확보가 주된 동인

1Q24 전사 기준 매출액 135억원(+11%, 이하 YoY), 영업이익 4억원(흑자 전환) 기록. 베트남 공장으로의 슈퍼캡 물량 이동을 통한 원가 개선 효과로 이익 흑전. 상기 동인 영향으로 2Q24부터 실적 개선 본격화 예상

수소 사업은 B社 상용차 프로젝트 이상 無(입지 강화), 모빌리티용(육상, 해양, 항공) 신규 고객사 증가. 수전해 관련 사업 추진 가능성 有. 하이브리드 시스템 사업은 ESS FR, 수소차 보조 전원, 트램, 물류 자동화, 방산, 드론 등 시장 개척 중. 신사업 모두 2025~26년부터 본격 성과 발생 전망. 2024년부터 CapEx 증가로 인한 자금 조달 필요성 증가할 것으로 예상

Valuation

투자의견은 '매수' 유지, 목표주가(SOTP)는 실적 추정치 및 멀티플(2024F 슈퍼캡-연료전지 피어 평균 EV/EBITDA) 조정을 반영해 9만원으로 상향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	70.7	9.4	11.7	19.7	21.0	3.8	18.3	-
2023	55.0	3.0	2.0	142.5	3.2	4.4	36.0	-
2024F	68.5	6.8	3.6	89.8	5.5	5.1	30.4	-
2025F	90.1	10.3	5.2	65.7	7.4	4.9	21.0	-
2026F	213.7	26.5	16.7	21.6	20.5	4.2	12.0	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[신에너지(수소)]

최규현, CFA 선임연구원
✉ cgh815@shinhan.com

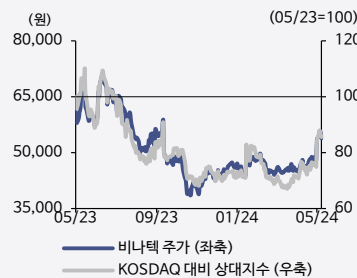
Revision	
실적추정치	상향
Valuation	하향

시가총액	327.4십억원
발행주식수(유동비율)	6.1백만주(66.0%)
52주 최고가/최저가	71,357 원/38,493 원
일평균 거래액 (60일)	2,112백만원
외국인 지분율	2.2%

주요주주 (%)	
성도경 외 9인	30.6
국민연금공단	6.2

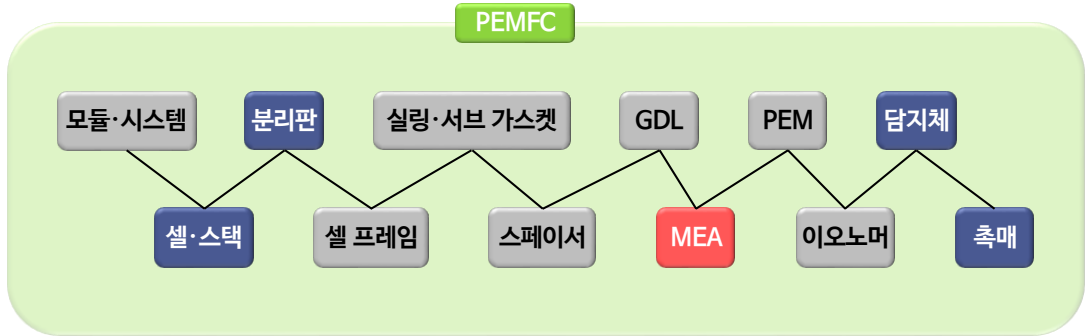
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	17.1	12.0	(12.4)	13.6
상대	14.1	12.3	(14.6)	16.8

주가



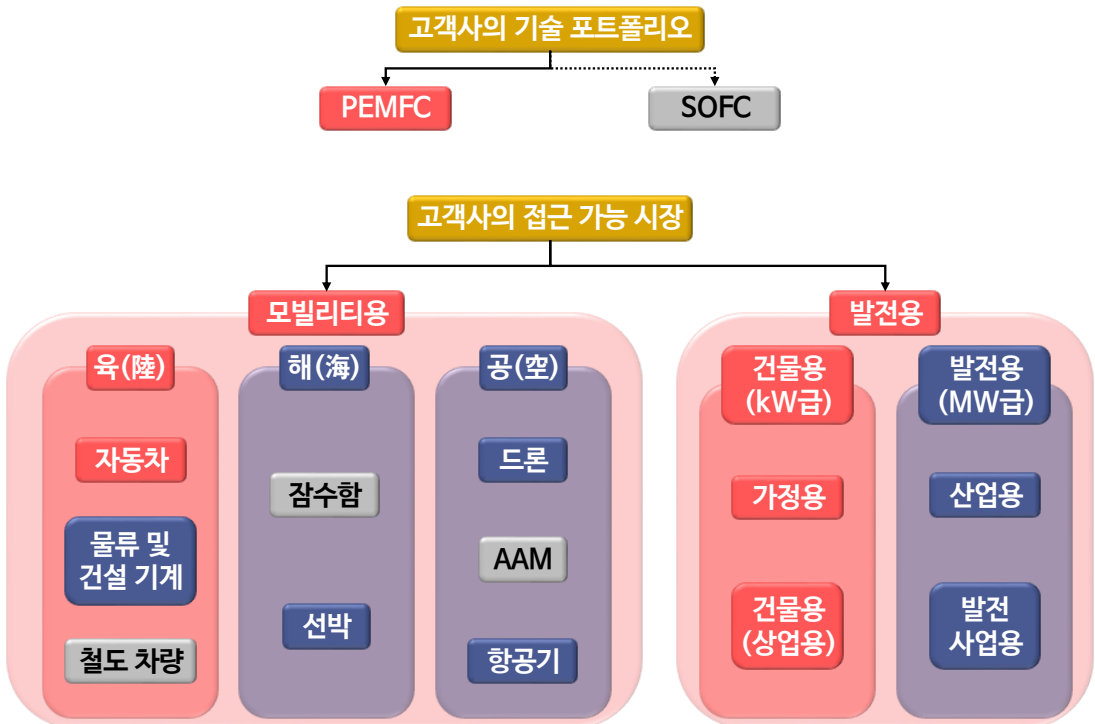
<연료전지 관련 사업 추진 현황>

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)

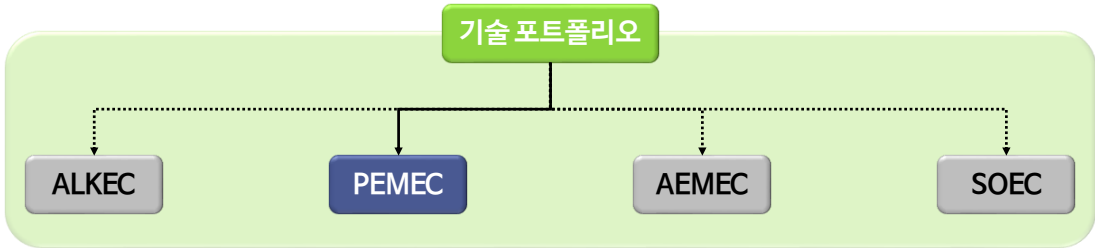
비나텍 고객사의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



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

<수전해전지 관련 사업 추진 현황>

비나텍의 수전해전지 기술 포트폴리오 현황



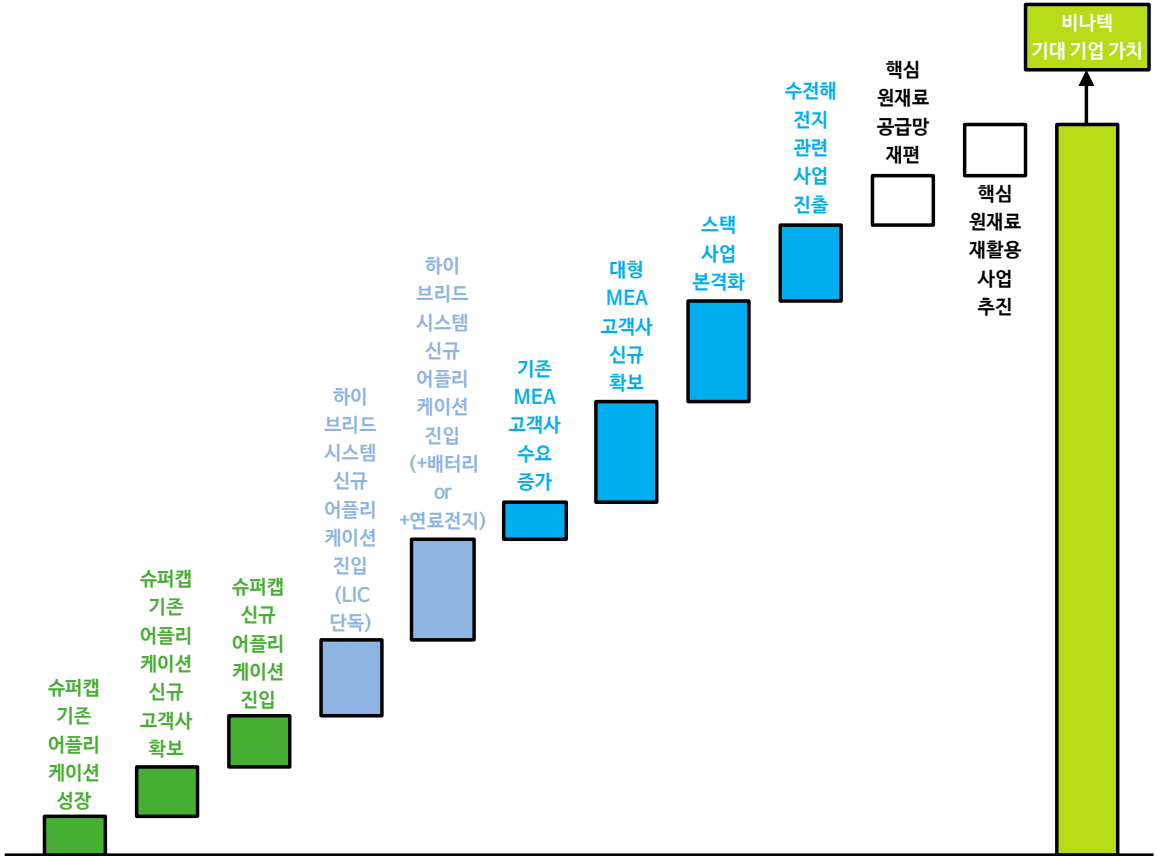
자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 비나텍이 현재 확보한 수전해전지 기술은 빨강, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리

수전해전지 기술별 Value Chain 내 비나텍의 사업화 현황



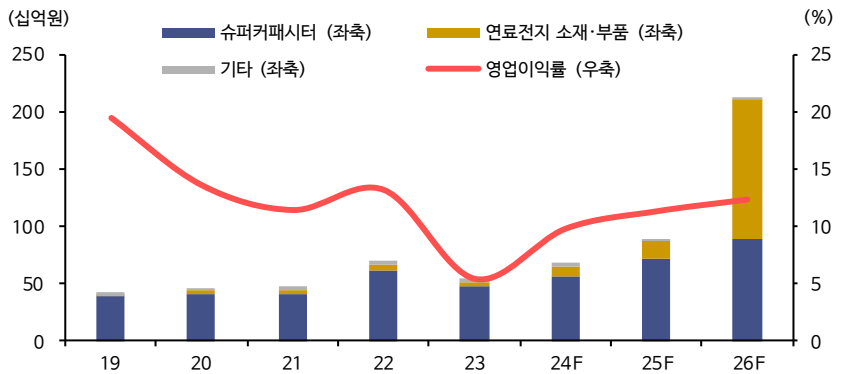
자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)

비나텍 기업 가치 상승 요인 요약



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

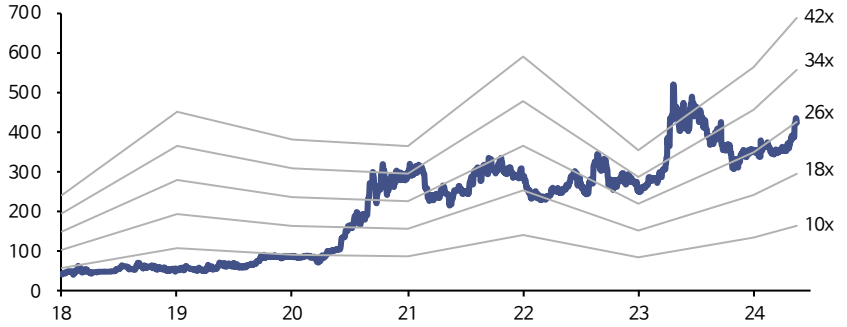
비나텍 사업부별 매출액, 전사 기준 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 12MF EV/EBITDA 밴드 차트

(십억원)



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 SOTP 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2024F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	42.0	34.0	17.0	580.2	할인율(WACC) 11%
슈퍼커패시터	17.5	14.2	8.1	115.0	2024F 슈퍼커패시터 피어 멀티플 평균
연료전지 소재·부품	24.5	19.8	23.5	465.2	2024F 연료전지 피어 멀티플 평균
② 자산 가치				3.7	
③ 순 차입금				51.2	
목표 시가총액				532.7	(①+②-③)
발행 주식 수				5,916	자사주 제외
목표주가				90,000	
현재 주가				53,800	
상승 여력				67.3	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	46.7	49.0	70.7	55.0	68.5	90.1	213.7
YoY 증감률	8.7	4.9	44.3	(22.2)	24.6	31.5	137.2
슈퍼커패시터	41.1	41.5	61.5	48.7	57.1	71.9	89.1
YoY 증감률	4.3	1.1	48.1	(20.8)	17.3	26.0	23.9
연료전지 소재·부품	3.7	3.7	5.5	3.8	9.0	15.7	122.1
YoY 증감률	401.6	(0.3)	50.4	(31.4)	135.5	75.2	678.0
MEA	3.4	3.2	5.0	3.3	7.7	13.4	104.5
YoY 증감률	413.3	(6.9)	57.4	(33.3)	131.7	74.9	678.0
기타	1.9	3.7	3.6	2.5	2.4	2.4	2.5
영업이익	6.4	5.6	9.4	3.0	6.8	10.3	26.5
YoY 증감률	(24.0)	(11.6)	66.2	(67.5)	122.7	51.6	158.4
영업이익률	13.6	11.5	13.2	5.5	9.9	11.4	12.4
EIBTDA	9.1	8.7	14.1	8.5	13.4	21.3	42.0
YoY 증감률	(15.5)	(4.3)	61.9	(40.0)	59.0	58.8	96.6
EIBTDA 마진율	19.5	17.8	19.9	15.4	19.6	23.7	19.6
세전이익	4.7	7.9	8.6	1.7	4.7	6.7	21.4
지배주주 순이익	4.6	7.5	11.7	2.0	3.6	5.2	16.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	133.3	130.0	173.7	219.0	297.2
유동자산	55.5	46.7	45.7	48.8	85.3
현금및현금성자산	16.0	18.3	11.5	9.5	10.6
매출채권	17.2	14.5	17.1	20.0	42.7
재고자산	10.4	7.4	10.5	12.9	28.5
비유동자산	77.8	83.3	128.0	170.2	211.8
유형자산	67.8	72.2	115.8	157.6	197.8
무형자산	1.2	1.3	1.7	2.3	3.8
투자자산	5.2	5.9	6.6	6.4	6.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	72.3	65.7	105.8	145.9	207.4
유동부채	44.6	41.4	46.9	56.6	75.6
단기차입금	25.2	31.5	34.5	37.5	40.5
매입채무	3.0	2.3	3.0	4.5	15.3
유동성장기부채	12.5	2.2	5.0	10.0	15.0
비유동부채	27.7	24.3	58.9	89.3	131.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	26.5	23.0	57.3	87.9	130.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	61.0	64.3	67.9	73.1	89.8
자본금	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5
자본잉여금	34.2	36.0	36.0	36.0	36.0
기타자본	(3.7)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.8)
기타포괄이익누계액	0.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	27.3	29.2	32.7	37.7	54.3
지배주주지분	61.0	64.3	67.9	73.1	89.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	64.3	56.7	96.9	135.5	186.0
*순차입금(순현금)	38.4	34.4	81.3	121.9	174.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	11.4	13.1	4.6	12.9	4.9
당기순이익	11.7	2.0	3.6	5.2	16.7
유형자산상각비	4.6	5.2	6.4	10.7	14.8
무형자산상각비	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
외화환산손실(이익)	1.0	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(4.4)	2.4	(5.9)	(3.6)	(27.4)
(법인세납부)	(0.1)	(0.2)	(1.0)	(1.5)	(4.7)
기타	(1.6)	2.7	1.2	1.7	4.9
투자활동으로인한현금흐름	(23.5)	(3.7)	(51.6)	(53.4)	(54.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(23.9)	(12.4)	(50.0)	(52.5)	(55.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.2)	(0.2)	(0.7)	(0.9)	(2.2)
투자자산의감소(증가)	(2.3)	(1.8)	(0.7)	0.2	0.1
기타	2.9	10.7	(0.2)	(0.2)	2.9
FCF	(9.5)	2.4	(44.1)	(36.8)	(46.4)
재무활동으로인한현금흐름	21.5	(7.0)	40.2	38.6	50.5
차입금의 증가(감소)	23.8	(7.7)	40.2	38.6	50.5
자기주식의처분(취득)	2.1	0.2	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(4.4)	0.5	0.0	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	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	9.0	2.3	(6.8)	(1.9)	1.1
기초현금	7.0	16.0	18.3	11.5	9.5
기말현금	16.0	18.3	11.5	9.5	10.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

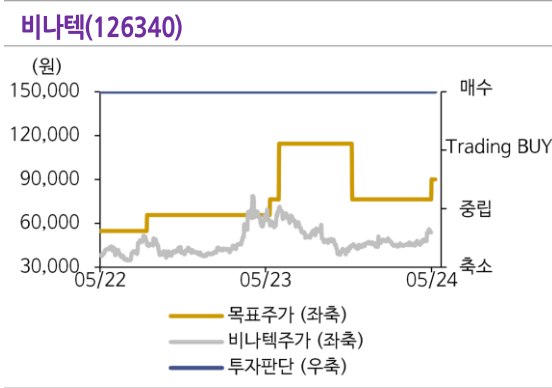
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	70.7	55.0	68.5	90.1	213.7
증감률 (%)	44.3	(22.2)	24.6	31.5	137.2
매출원가	48.4	36.9	43.5	56.2	131.7
매출총이익	22.3	18.1	25.0	33.9	81.9
매출총이익률 (%)	31.5	32.8	36.5	37.6	38.3
판매관리비	12.9	15.0	18.3	23.7	55.4
영업이익	9.4	3.0	6.8	10.3	26.5
증감률 (%)	66.2	(67.5)	122.7	51.6	158.4
영업이익률 (%)	13.2	5.5	9.9	11.4	12.4
영업외손익	(0.7)	(1.3)	(2.1)	(3.6)	(5.1)
금융손익	(0.4)	(0.8)	(2.1)	(3.6)	(5.1)
기타영업외손익	(0.3)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
중소 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	8.6	1.7	4.7	6.7	21.4
법인세비용	(3.1)	(0.3)	1.0	1.5	4.7
계속사업이익	11.7	2.0	3.6	5.2	16.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.7	2.0	3.6	5.2	16.7
증감률 (%)	55.7	(83.1)	84.4	43.2	219.4
순이익률 (%)	16.5	3.6	5.3	5.8	7.8
(지배주주)당기순이익	11.7	2.0	3.6	5.2	16.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	12.6	1.5	3.6	5.2	16.7
(지배주주)총포괄이익	12.6	1.5	3.6	5.2	16.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	14.1	8.5	13.4	21.3	42.0
증감률 (%)	61.9	(40.0)	59.0	58.8	96.6
EBITDA 이익률 (%)	19.9	15.4	19.6	23.7	19.6

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,941	326	599	819	2,496
EPS (지배순이익, 원)	1,941	326	599	819	2,496
BPS (자본총계, 원)	10,143	10,561	10,651	10,947	12,830
BPS (지배지분, 원)	10,143	10,561	10,651	10,947	12,830
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	19.7	142.5	89.8	65.7	21.6
PER (지배순이익, 배)	19.7	142.5	89.8	65.7	21.6
PBR (자본총계, 배)	3.8	4.4	5.1	4.9	4.2
PBR (지배지분, 배)	3.8	4.4	5.1	4.9	4.2
EV/EBITDA (배)	18.3	36.0	30.4	21.0	12.0
배당성향 (%)	1.1	7.1	4.1	3.0	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	19.9	15.4	19.6	23.7	19.6
영업이익률 (%)	13.2	5.5	9.9	11.4	12.4
순이익률 (%)	16.5	3.6	5.3	5.8	7.8
ROA (%)	10.1	1.5	2.4	2.7	6.5
ROE (지배순이익, %)	21.0	3.2	5.5	7.4	20.5
ROIC (%)	11.4	3.5	4.6	4.9	9.4
안정성					
부채비율 (%)	118.7	102.3	155.8	199.6	231.0
순차입금비율 (%)	63.0	53.5	119.8	166.8	194.1
현금비율 (%)	35.9	44.2	24.5	16.8	14.1
이자보상배율 (배)	6.5	1.5	2.6	2.6	4.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.3	2.8	3.4	3.6	5.3
재고자산회수기간 (일)	53.3	59.0	47.8	47.4	35.3
매출채권회수기간 (일)	77.0	105.0	84.1	75.2	53.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 15일	매수	54,640	(28.3)	(5.7)
2022년 09월 01일	매수	65,568	(37.4)	(24.3)
2023년 03월 02일	6개월경과		(13.2)	19.7
2023년 05월 30일	매수	76,318	(19.7)	(10.6)
2023년 06월 19일	매수	114,477	(53.8)	(37.7)
2023년 11월 27일	매수	76,318	(39.2)	(26.9)
2024년 05월 20일	매수	90,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최규현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 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 투자 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 17일 기준)

매수 (매수)	94.29%	Trading BUY (중립)	3.67%	중립 (중립)	2.04%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------