

비나텍 (126340)

3Q25 Pre: Bloom Energy가 말하는 국밥

2025년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	80,000 원 (상향)
✓ 상승여력	56.3%	✓ 현재주가 (10월 2일)	51,200 원

[슈퍼캡, 신재생 에너지(수소)]

최규현, CFA 선임연구원

✉ cgh815@shinhan.com

신한생각 수소가 멀어져 아쉽지만 더 강력한 AI DC가 탑재됐다.

신재생 에너지(수소) 관심 종목 유지, 슈퍼캡 Top Pick으로 제시. 성장성에 대한 시장의 신뢰가 회복된 것으로 판단. 다른 눈높이로 대할 필요

3Q25 Pre: 외형, 이익 컨센 상회 예상. 향후 살펴볼 포인트 점검

[3분기 실적] 연결 매출액, 영업이익 각각 238억원(+69.1%, 이하 YoY), 20억원(흑자전환, OPM +8.4%) 전망. 스마트 미터기 등 기존 어플리케이션 수요 회복 지속, Bloom Energy(이하 BE)향 물량 납품 본격화로 슈퍼캡 외형(207억원, +82.8% YoY, +20.0% QoQ)이 크게 개선될 것으로 예상. 샘플 물량 증가로 연료전지 소재·부품 외형이 21억원(+8.0%)으로 증가할 것으로 기대. 슈퍼캡 원가 구조 상 고정비 비중이 변동비 대비 훨씬 높기 때문에 일정 수준 이상의 외형부터는 이익 개선 속도가 가팔라짐. 2분기부터 재개된 흑자 기조는 슈퍼캡 외형 증가의 기여가 큰 것으로 판단

[향후 관전 포인트] BE의 Value Chain 합류(슈퍼캡 단일 공급 업체)가 공식화된 이후 주가는 커플링되어 움직이고 있는 상황. 작년 AEP와의 1GW 공급 계약 체결, Oracle과의 협력, OBBBA 통과, 추가 잠재 고객사와의 사업 논의, Capa 증설(1GW → 2GW) 발표 등을 통해 BE가 연료전지 산업의 턴어라운드의 중심에 있음을 확인. 현재 셀로 공급 중이나 향후 시스템으로 확대될 경우 단위당 매출액이 수배 늘어날 수 있음. BE의 업황 변화, 비나텍의 공급 범위 확대 가능성을 꾸준히 살펴볼 필요가 있음

Valuation & Risk: 2022년보다 더 강력한 성장 모멘텀이 오고 있다

투자 의견은 '매수' 유지, 목표주가(SOTP 밸류에이션)는 멀티플, 추정치 조정 반영해 '8.0만원'으로 상향. BE향 물량 증가 반영해 2026년 추정치 상향. EBITDA 추정치 기준 변경(2028F → 2026F). 슈퍼캡 외형 크게 성장했던 2022년 중 12개월 선행 EV/EBITDA의 평균을 15% 할인해 적용

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	55.0	3.0	2.0	142.5	3.2	4.4	36.0	-
2024	59.6	(8.1)	(9.1)	-	(12.2)	2.2	-	-
2025F	83.9	2.6	(0.1)	-	(0.1)	4.1	31.5	-
2026F	115.0	15.1	8.9	38.7	10.1	3.9	15.0	-
2027F	138.9	20.3	13.0	27.9	13.0	3.6	11.9	-

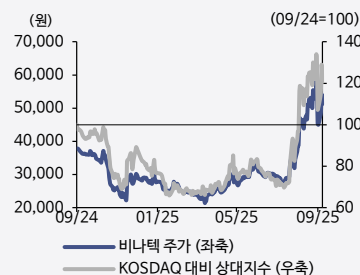
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	328.4십억원
발행주식수(유동비율)	6.4백만주(63.1%)
52주 최고가/최저가	58,100 원/21,400 원
일평균 거래액 (60일)	6,109백만원
외국인 지분율	3.2%

주요주주 (%)				
성도경 외 10인	30.6			
국민연금공단	6.4			
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.3	69.3	40.2	81.9
상대	2.6	55.0	25.1	46.2

주가



비나텍 3Q25 실적 Preview

(십억원, %, %p)	3Q25F	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이	신한	차이
매출액	23.8	14.0	69.1	20.7	14.8	22.1	7.5	-	-
영업이익	2.0	(2.5)	흑전	1.0	109.4	1.9	5.5	-	-
EBITDA	4.6	(0.7)	흑전	3.5	33.0	-	-	-	-
영업이익률	8.4	(17.9)	26.3	4.6	3.8	8.6	(0.2)	-	-
EBITDA 마진율	19.4	(5.0)	24.4	16.7	2.7	-	-	-	-

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정

비나텍 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)	변경 전			변경 후			변경률		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
매출액	78.6	98.9	119.8	83.9	115.0	138.9	6.8	16.2	16.0
영업이익	2.7	6.9	12.8	2.6	15.1	20.3	(6.3)	117.5	58.4
EBITDA	14.6	21.4	28.4	13.1	27.3	33.9	(10.1)	27.5	19.4
영업이익률	3.5	7.0	10.7	3.1	13.1	14.6	(0.4)	6.1	3.9
EBITDA 마진율	18.6	21.7	23.7	15.6	23.8	24.4	(2.9)	2.1	0.7

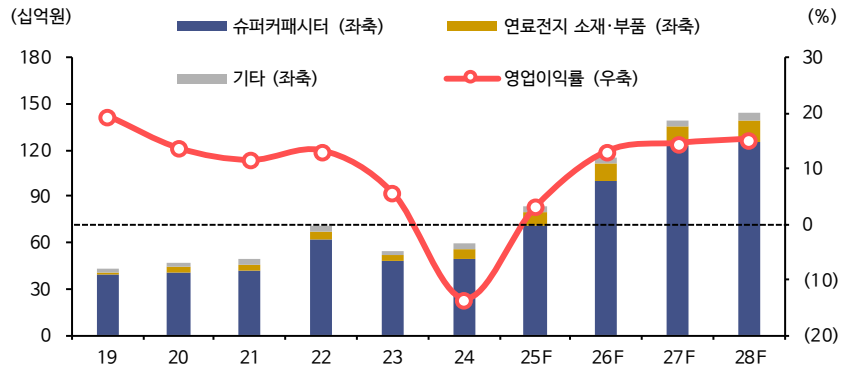
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	135	183	140	137	15.7	20.7	23.8	23.7	70.7	55.0	59.6	83.9	115.0	138.9
YoY %	10.8	24.6	4.0	(5.9)	16.8	12.8	69.1	72.8	44.3	(22.2)	8.4	40.8	37.1	20.8
QOQ %	(7.6)	36.1	(23.4)	(2.3)	14.7	31.5	14.8	(0.2)	-	-	-	-	-	-
슈퍼커패시터	11.8	16.1	11.3	9.9	12.9	17.3	20.7	20.5	61.5	48.7	49.2	71.4	100.6	122.5
YoY %	7.5	20.3	(7.4)	(17.7)	9.3	7.1	82.8	106.0	48.1	(20.8)	1.0	45.1	41.0	21.7
QOQ %	(2.2)	36.7	(29.7)	(12.5)	29.9	33.9	20.0	(1.4)	-	-	-	-	-	-
연료전지 소재·부품	1.2	1.3	2.0	2.6	1.7	2.1	2.1	2.3	5.5	3.8	7.1	8.3	10.4	12.5
YoY %	197.0	56.0	135.3	53.0	45.9	60.0	8.0	(11.8)	50.4	(31.4)	86.9	16.4	25.5	20.0
QOQ %	(32.1)	11.2	52.5	32.9	(35.3)	22.0	2.9	8.6	-	-	-	-	-	-
MEA	0.8	1.1	1.7	2.4	1.5	1.9	1.9	2.1	5.0	3.3	6.1	7.5	9.5	11.6
YoY %	118.1	52.3	168.9	56.7	83.0	70.0	11.1	(12.9)	57.4	(33.3)	84.5	22.1	27.6	21.9
QOQ %	(47.2)	38.9	52.9	39.7	(38.3)	29.0	(0.1)	9.5	-	-	-	-	-	-
영업이익	0.4	0.7	(2.5)	(6.7)	(2.4)	1.0	2.0	2.0	9.4	3.0	(8.1)	2.6	15.1	20.3
YoY %	흑전	(37.9)	적전	적전	적전	37.8	흑전	흑전	66.2	(67.5)	적전	흑전	487.4	34.7
QOQ %	(54.8)	62.0	적전	적지	적지	흑전	109.4	0.3	-	-	-	-	-	-
영업이익률	3.2	3.8	(17.9)	(48.7)	(15.3)	4.6	8.4	8.5	13.2	5.5	(13.5)	3.1	13.1	14.6
EBITDA	1.7	2.4	(0.7)	(4.6)	0.1	3.5	4.6	5.0	14.1	8.5	(1.2)	13.1	27.3	33.9
YoY %	174.6	(11.7)	적전	적전	(96.6)	44.7	흑전	흑전	61.9	(40.0)	적전	흑전	108.5	24.0
QOQ %	(19.5)	39.8	적전	적지	흑전	5,801.2	33.0	8.1	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	12.7	13.1	(5.0)	(33.3)	0.4	16.7	19.4	21.0	19.9	15.4	(2.0)	15.6	23.8	24.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 사업부별 매출액, 전사 기준 영업이익률 추이 및 전망



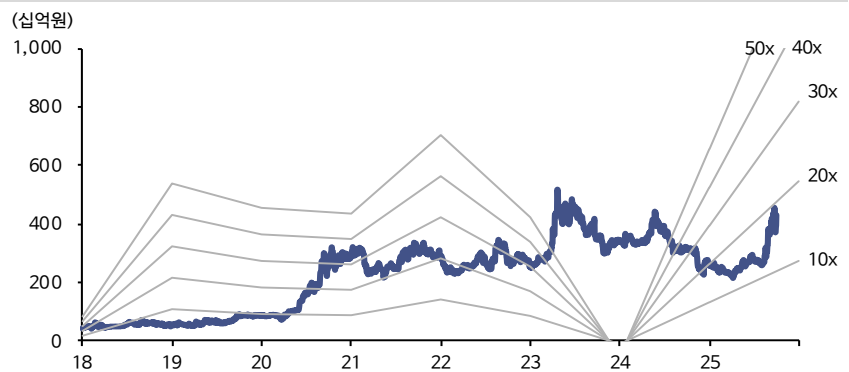
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 SOTP 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2026F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	26.4	26.4	21.3	562.2	할인율 WACC 9%
슈퍼커패시터	23.9	23.9	20.6	492.2	슈퍼캡 외형이 크게 성장했던 2022년 중 멀티플(12개월 선행 EV/EBITDA) 평균 15% 할인 글로벌 연료전지/수전해전지 피어 그룹 2026F 멀티플 평균 30% 할인(성장 관련 불확실성 반영)
연료전지 소재·부품	2.5	2.5	28.4	70.0	
② 자산 가치				3.1	
③ 순 차입금				79.6	
목표 시가총액				485.7	(①+②-③)
발행 주식 수				6,071	자사주 제외
목표주가				80,000	
현재 주가				51,200	
상승 여력				56.3	

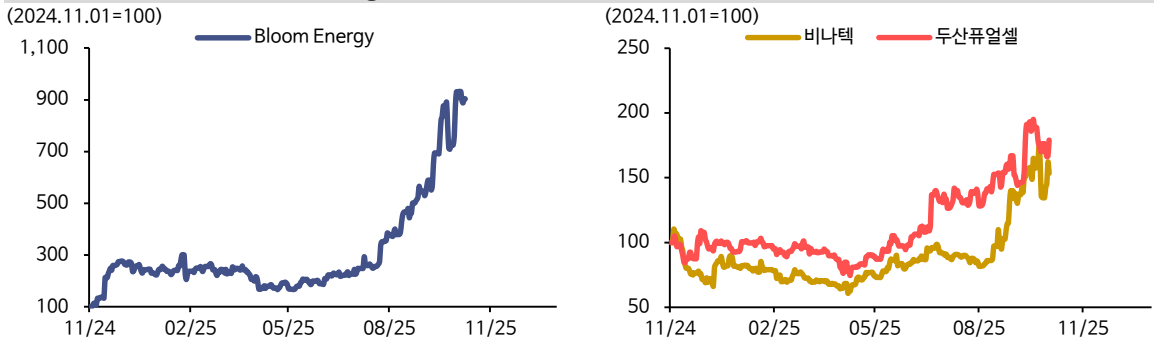
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



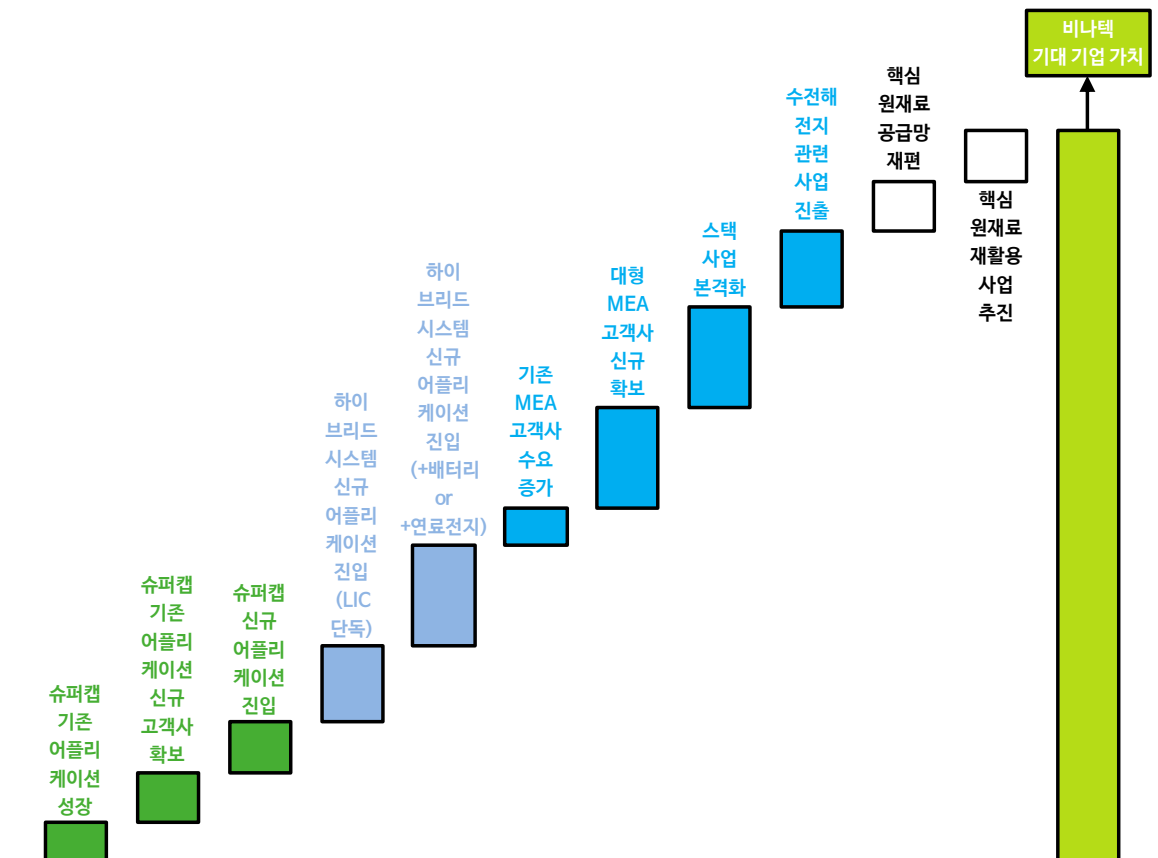
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

2024년 11월 이후 Bloom Energy(좌), 비나텍(우), 두산퓨얼셀(우) 시가총액 변화 추이 비교



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

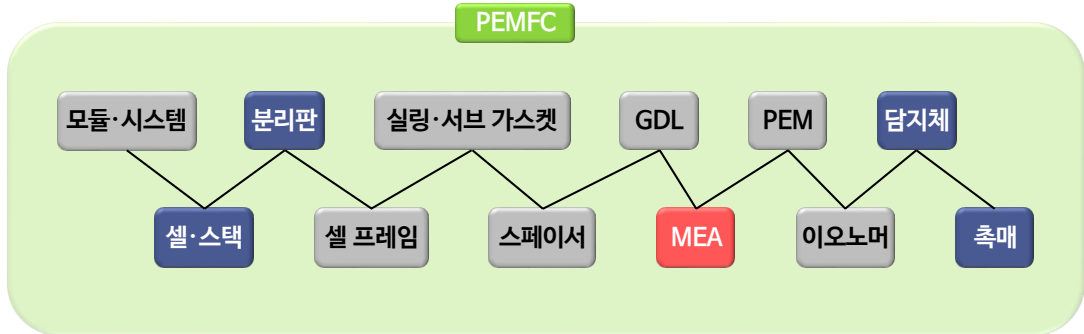
비나텍 기업 가치 상승 요인 요약



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

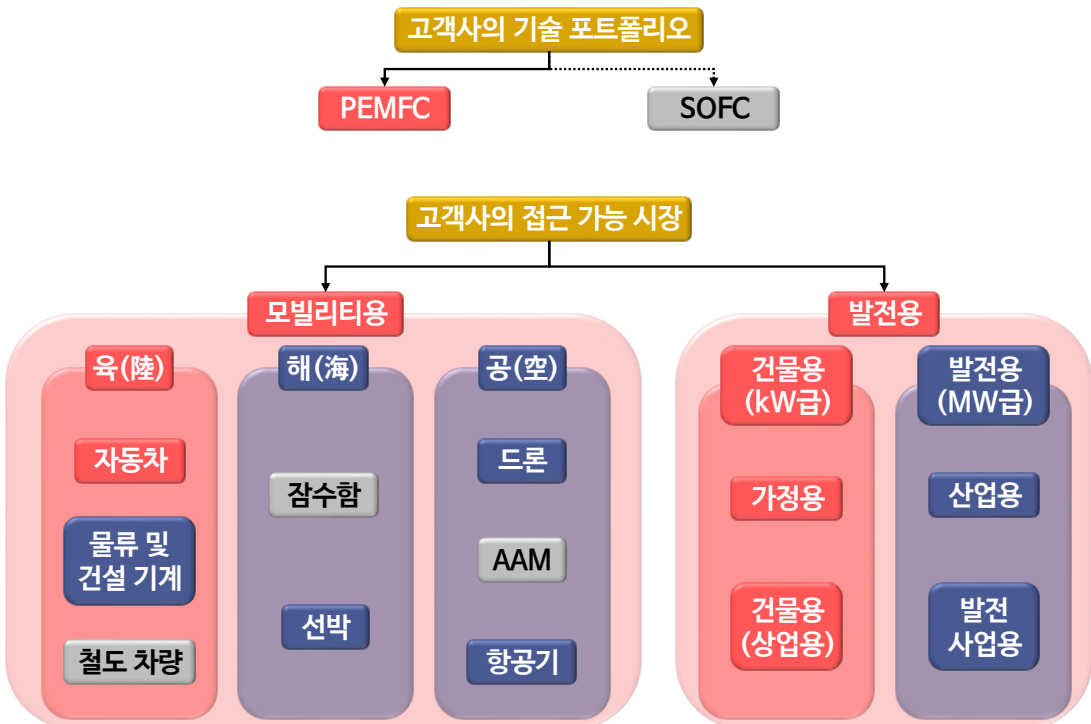
<연료전지 관련 사업 추진 현황>

PEMFC Value Chain 내 비나텍의 사업화 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정 / 주: 1) Value Chain 구성 요소는 임의로 구분. 현재 관련 사업을 영위 중이거나 혹은 사업화를 계획 중인 것으로 추정되는 구성 요소를 빨간색 및 남색으로 음영 처리(빨간색은 Value Chain 상 해당 업체의 정체성을 의미), 2) 똑같은 기술에 기반한 제품을 생산할 경우에도 개별 업체마다 활용하는 구성 요소는 충분히 상이할 수 있음

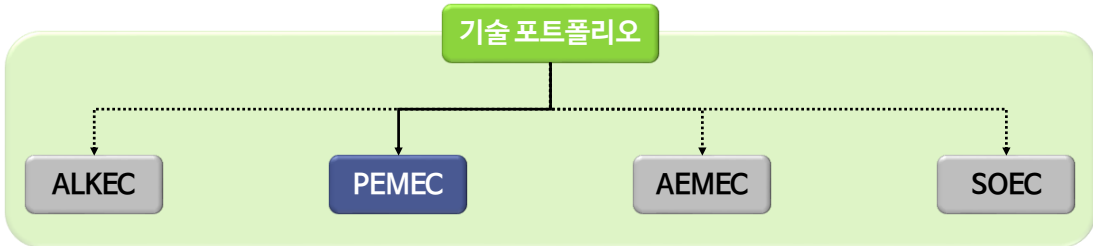
비나텍 고객사의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정 / 주: 고객사가 현재 확보한 기술 포트폴리오는 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: 1) Value Chain 구성 요소는 임의로 구분. 현재 관련 사업을 영위 중이거나 혹은 사업화를 계획 중인 것으로 추정되는 구성 요소를 빨간색 및 남색으로 음영 처리(빨간색은 Value Chain 상 해당 업체의 경제성을 의미), 2) 똑같은 기술에 기반한 제품을 생산할 경우에도 개별 업체마다 활용하는 구성 요소는 충분히 상이할 수 있음

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	130.0	176.1	185.8	197.7	208.8
유동자산	46.7	46.4	40.7	49.1	59.9
현금및현금성자산	18.3	11.5	5.7	6.2	9.0
매출채권	14.5	18.0	18.6	23.0	27.8
재고자산	7.4	10.9	12.0	15.3	18.5
비유동자산	83.3	129.7	145.1	148.6	148.8
유형자산	72.2	120.3	135.1	138.2	137.8
무형자산	1.3	1.9	2.3	2.9	3.5
투자자산	5.9	5.2	5.5	5.3	5.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	65.7	92.2	102.0	104.4	101.7
유동부채	41.4	57.2	65.7	67.9	67.4
단기차입금	31.5	43.8	46.8	49.8	52.8
매입채무	2.3	2.5	4.2	8.2	9.9
유동성장기부채	2.2	6.4	10.0	5.0	0.0
비유동부채	24.3	35.0	36.3	36.5	34.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	23.0	31.9	34.4	34.4	31.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	64.3	83.9	83.8	93.3	107.1
자본금	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7
자본잉여금	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
기타자본	(3.8)	(7.5)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
기타포괄이익누계액	(0.2)	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	29.2	20.0	19.7	28.5	41.3
지배주주지분	64.3	84.2	84.1	93.1	106.0
비지배주주지분	0.0	(0.3)	(0.3)	0.2	1.1
*총차입금	56.7	82.3	91.4	89.4	84.9
*순차입금(순현금)	34.4	69.4	84.3	82.0	74.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	13.1	(3.4)	11.7	18.9	21.6
당기순이익	2.0	(9.7)	(0.1)	9.5	13.8
유형자산상각비	5.2	6.7	10.3	11.8	13.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
외화환산손실(이익)	0.1	(2.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	2.4	(8.2)	0.5	(3.6)	(6.5)
(법인세납부)	(0.2)	0.0	0.0	(2.7)	(3.9)
기타	2.7	9.6	0.7	3.5	4.6
투자활동으로인한현금흐름	(3.7)	(39.9)	(26.6)	(16.3)	(14.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(12.4)	(44.9)	(25.0)	(15.0)	(12.5)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.2)	(0.3)	(0.7)	(1.0)	(1.3)
투자자산의감소(증가)	(1.8)	0.1	(0.2)	0.2	(0.0)
기타	10.7	5.2	(0.7)	(0.5)	(0.5)
FCF	2.4	(58.4)	(10.7)	5.2	10.2
재무활동으로인한현금흐름	(7.0)	36.1	9.1	(2.0)	(4.5)
차입금의 증가(감소)	(7.7)	14.3	9.1	(2.0)	(4.5)
자기주식의처분(취득)	0.2	5.2	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	16.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.3	(6.8)	(5.8)	0.5	2.8
기초현금	16.0	18.3	11.5	5.6	6.2
기말현금	18.3	11.5	5.6	6.2	9.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	55.0	59.6	83.9	115.0	138.9
증감률 (%)	(22.2)	8.4	40.8	37.1	20.8
매출원가	36.9	40.5	54.7	64.0	77.2
매출총이익	18.1	19.0	29.2	51.0	61.7
매출총이익률 (%)	32.8	32.0	34.8	44.4	44.4
판매관리비	15.0	27.1	26.7	36.0	41.5
영업이익	3.0	(8.1)	2.6	15.1	20.3
증감률 (%)	(67.5)	적전	흑전	487.4	34.7
영업이익률 (%)	5.5	(13.5)	3.1	13.1	14.6
영업외손익	(1.3)	0.7	(2.6)	(2.9)	(2.6)
금융손익	(0.8)	0.6	(2.6)	(2.9)	(2.6)
기타영업외손익	(0.5)	0.1	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1.7	(7.4)	(0.1)	12.1	17.7
법인세비용	(0.3)	2.3	(0.0)	2.7	3.9
계속사업이익	2.0	(9.7)	(0.1)	9.5	13.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.0	(9.7)	(0.1)	9.5	13.8
증감률 (%)	(83.1)	적전	적지	흑전	45.8
순이익률 (%)	3.6	(16.2)	(0.1)	8.2	9.9
(지배주주)당기순이익	2.0	(9.1)	(0.1)	8.9	13.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	(0.6)	(0.0)	0.6	0.8
총포괄이익	1.5	(7.5)	(0.1)	9.5	13.8
(지배주주)총포괄이익	1.5	(7.1)	(0.1)	8.9	13.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(0.5)	(0.0)	0.6	0.9
EBITDA	8.5	(1.2)	13.1	27.3	33.9
증감률 (%)	(40.0)	적전	흑전	108.5	24.0
EBITDA 이익률 (%)	15.4	(2.0)	15.6	23.8	24.4

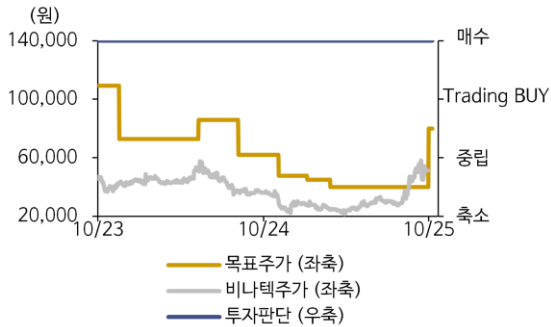
주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	311	(1,517)	(10)	1,406	1,953
EPS (지배순이익, 원)	311	(1,427)	(9)	1,323	1,837
BPS (자본총계, 원)	10,085	13,170	12,450	13,196	14,426
BPS (지배지분, 원)	10,085	13,219	12,498	13,161	14,282
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	142.5	(18.8)	(5,263.0)	36.4	26.2
PER (지배순이익, 배)	142.5	(20.0)	(5,595.9)	38.7	27.9
PBR (자본총계, 배)	4.4	2.2	4.1	3.9	3.5
PBR (지배지분, 배)	4.4	2.2	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA (배)	36.0	(208.1)	31.5	15.0	11.9
배당성향 (%)	7.1	(1.6)	(273.3)	1.9	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	(2.0)	15.6	23.8	24.4
영업이익률 (%)	5.5	(13.5)	3.1	13.1	14.6
순이익률 (%)	3.6	(16.2)	(0.1)	8.2	9.9
ROA (%)	1.5	(6.3)	(0.0)	4.9	6.8
ROE (지배순이익, %)	3.2	(12.2)	(0.1)	10.1	13.0
ROIC (%)	3.5	(7.3)	1.1	7.1	9.1
안정성					
부채비율 (%)	102.3	109.9	121.6	111.9	94.9
순차입금비율 (%)	53.5	82.7	100.5	87.8	69.9
현금비율 (%)	44.2	20.1	8.6	9.1	13.3
이자보상배율 (배)	1.5	(2.9)	0.7	4.2	5.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.8	2.7	3.2	4.3	4.3
재고자산회수기간 (일)	59.0	56.0	49.8	43.4	44.5
매출채권회수기간 (일)	105.0	99.5	79.8	66.1	66.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

비나텍(126340)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 06월 19일	매수	109,282	(53.8)	(37.7)
2023년 11월 27일	매수	72,855	(39.2)	(26.9)
2024년 05월 20일	매수	85,916	(47.0)	(33.0)
2024년 08월 16일	매수	62,050	(41.9)	(37.8)
2024년 11월 13일	매수	47,731	(43.5)	(36.8)
2025년 01월 15일	매수	45,000	(41.4)	(33.3)
2025년 03월 07일	매수	40,000	(27.5)	17.5
2025년 09월 07일	매수	6개월경과	27.5	45.3
2025년 10월 10일	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 (2025년 10월 08일 기준)

매수 (매수)	89.92%	Trading BUY (중립)	6.85%	중립 (중립)	3.23%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------