

비나텍 (126340)

실적 턴어라운드 확인 완료

2025년 11월 17일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	80,000 원 (유지)
✓ 상승여력	76.6%	✓ 현재주가 (11월 14일)	45,300 원

[슈퍼캡, 신재생 에너지(수소)]

최규현, CFA 선임연구원

✉ cgh815@shinhan.com

신한생각 | 좋았던 2022년과 비교해도 2026년은 보다 더 좋을 것

슈퍼캡 Top Pick, 신재생 에너지(수소) 관심 종목 유지. 올해는 2023~24년의 펀더멘털 부진을 딛고 일어서는 한해. 올해 흑자전환에 이어 내년엔 큰 폭의 이익 개선 전망. 중장기 관점에서의 접근 여전히 유효하다 판단

3Q25 Review: 이익 컨센스 큰 폭 상회, 향후 관전 포인트에 주목

[실적] 연결 매출액, 영업이익 각각 230억원(+63.8%, 이하 YoY), 26억원(흑자전환, OPM +11.1%) 달성. 슈퍼캡 외형 201억원(+77.5%) 기록하며 전분기 대비 16.5% 증가. 작년 4분기부터 QoQ 개선 지속 중. 스마트 미터기향 물량 증가(유럽향)에 더해 Bloom Energy(이하 BE)향 물량 증가가 주된 요인. 2분기에 이어 BE 효과 지속되고 있으며, 일정 수준 이상의 외형을 달성함에 따라 영업 레버리지 효과 발생 중. 연료전지 소재·부품 외형은 국내 고객사향 수요 감소로 전년 동기 대비 14.4% 감소

[향후 관전 포인트] 내년 실적 성장의 핵심은 BE향 물량 증가. 단순 셀의 형태로 납품을 하더라도 올해 대비 개선된 실적 예상. 슈퍼캡 외형은 1,075억원(+50.7%) 달성할 것으로 기대. 향후 시스템으로 공급 범위 확대 시 단위당 매출액 수배 증가 가능하며, 이는 비나텍의 퀀텀 점프 포인트로 작용. 구체적인 시기를 예단하기는 어려우나 내년 중 관련 성과 가시화될 전망. 현재 성과 창출 중인 BE 프로젝트 뿐만 아니라 자동차 전장, AI 데이터 센터향 신규 프로젝트 추진 중이며 내년 중 구체화될 가능성 있음

Valuation & Risk: 숫자는 증명했고, 기대감의 온전한 반영이 필요

투자이견 '매수', 목표주가(SOTP 밸류에이션) '8.0만원' 유지. 현재 12개월 선행 EV/EBITDA 14.6배 수준. 3분기 실적을 통해 본격 실적 턴어라운드 가 시작됨을 확인. 내년에 대한 기대감이 온전히 반영될 필요가 있음

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	84.2	3.8	0.9	330.1	1.0	3.6	26.7	-
2026F	123.5	16.6	10.0	30.5	11.1	3.4	13.7	-
2027F	147.3	22.8	14.8	21.6	14.4	3.1	10.4	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	290.5십억원
발행주식수(유동비율)	6.4백만주(64.9%)
52주 최고가/최저가	62,100 원/21,400 원
일평균 거래액 (60일)	10,099백만원
외국인 지분율	2.7%

주요주주 (%)

성도경 외 10인	30.6
국민연금공단	6.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(8.1)	38.7	62.8	60.9
상대	(13.2)	26.0	23.6	23.1

주가



비나텍 3Q25 실적 Review

(십억원, %, %p)	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이	신한	차이
매출액	23.0	14.0	63.8	20.7	11.2	22.9	0.5	23.8	(3.1)
영업이익	2.6	(2.5)	흑전	1.0	168.1	1.7	50.9	2.0	28.0
EBITDA	5.1	(0.7)	흑전	3.5	47.5	-	-	4.6	10.9
영업이익률	11.1	(17.9)	29.0	4.6	6.5	7.4	3.7	8.4	2.7
EBITDA 마진율	22.2	(5.0)	27.2	16.7	5.5	-	-	19.4	2.8

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	83.9	115.0	138.9	84.2	123.5	147.3	0.4	7.4	6.0
영업이익	2.6	15.1	20.3	3.8	16.6	22.8	49.4	10.0	12.2
EBITDA	13.1	27.3	33.9	14.0	27.4	35.2	6.7	0.3	3.7
영업이익률	3.1	13.1	14.6	4.5	13.4	15.5	1.5	0.3	0.9
EBITDA 마진율	15.6	23.8	24.4	16.6	22.2	23.9	1.0	(1.6)	(0.5)

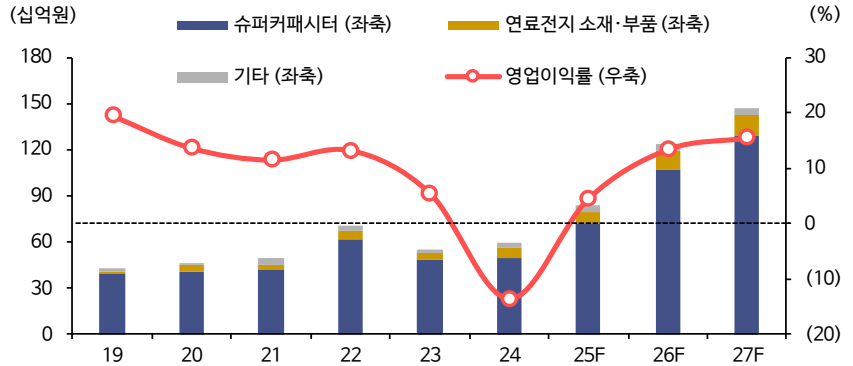
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	135	183	140	137	15.7	20.7	23.0	24.8	70.7	55.0	59.6	84.2	123.5	147.3
YoY %	10.8	24.6	4.0	(5.9)	16.8	12.8	63.8	80.4	44.3	(22.2)	8.4	41.3	46.7	19.2
QOQ %	(7.6)	36.1	(23.4)	(2.3)	14.7	31.5	11.2	7.6	-	-	-	-	-	-
슈퍼커패시터	11.8	16.1	11.3	9.9	12.9	17.3	20.1	21.0	61.5	48.7	49.2	71.3	107.5	129.5
YoY %	7.5	20.3	(7.4)	(17.7)	9.3	7.1	77.5	112.0	48.1	(20.8)	1.0	45.0	50.7	20.4
QOQ %	(2.2)	36.7	(29.7)	(12.5)	29.9	33.9	16.5	4.6	-	-	-	-	-	-
연료전지 소재·부품	1.2	1.3	2.0	2.6	1.7	2.1	1.7	2.7	5.5	3.8	7.1	8.2	11.8	13.4
YoY %	197.0	56.0	135.3	53.0	45.9	60.0	(14.4)	3.9	50.4	(31.4)	86.9	16.0	42.8	14.2
QOQ %	(32.1)	11.2	52.5	32.9	(35.3)	22.0	(18.4)	61.4	-	-	-	-	-	-
MEA	0.8	1.1	1.7	2.4	1.5	1.9	1.6	2.5	5.0	3.3	6.1	7.6	11.0	12.8
YoY %	118.1	52.3	168.9	56.7	83.0	70.0	(5.3)	5.0	57.4	(33.3)	84.5	24.6	44.7	15.7
QOQ %	(47.2)	38.9	52.9	39.7	(38.3)	29.0	(14.8)	54.8	-	-	-	-	-	-
영업이익	0.4	0.7	(2.5)	(6.7)	(2.4)	1.0	2.6	2.7	9.4	3.0	(8.1)	3.8	16.6	22.8
YoY %	흑전	(37.9)	적전	적전	적전	37.8	흑전	흑전	66.2	(67.5)	적전	흑전	332.2	37.5
QOQ %	(54.8)	62.0	적전	적지	적지	흑전	168.1	5.9	-	-	-	-	-	-
영업이익률	3.2	3.8	(17.9)	(48.7)	(15.3)	4.6	11.1	11.0	13.2	5.5	(13.5)	4.5	13.4	15.5
EBITDA	1.7	2.4	(0.7)	(4.6)	0.1	3.5	5.1	5.4	14.1	8.5	(1.2)	14.0	27.4	35.2
YoY %	174.6	(11.7)	적전	적전	(96.6)	44.7	흑전	흑전	61.9	(40.0)	적전	흑전	95.9	28.3
QOQ %	(19.5)	39.8	적전	적지	흑전	5,801.2	47.5	4.9	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	12.7	13.1	(5.0)	(33.3)	0.4	16.7	22.2	21.6	19.9	15.4	(2.0)	16.6	22.2	23.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 사업부별 매출액, 전사 기준 영업이익률 추이 및 전망



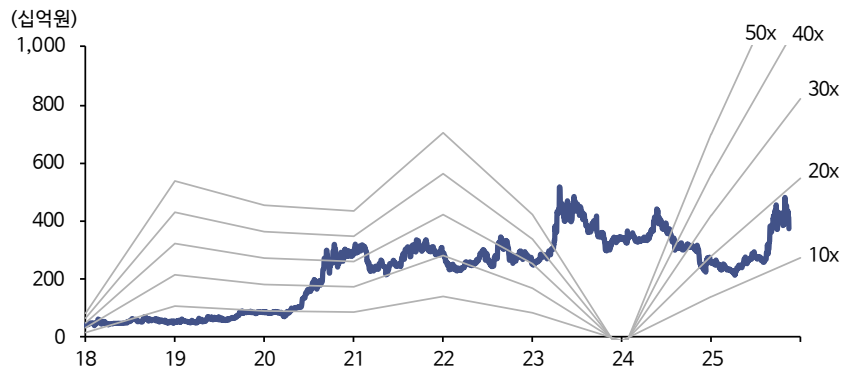
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 SOTP 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2026F EBITDA	2026F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	26.5	26.5	21.9	579.6	할인율 WACC 9%
슈퍼커패시터	23.9	23.9	21.5	513.7	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	2.6	2.6	25.2	65.8	
② 자산 가치				1.8	
③ 순 차입금				86.6	
목표 시가총액				494.7	(①+②-③)
발행 주식 수				6,184	자사주 제외
목표주가				80,000	
현재 주가				45,300	
상승 여력				76.6	

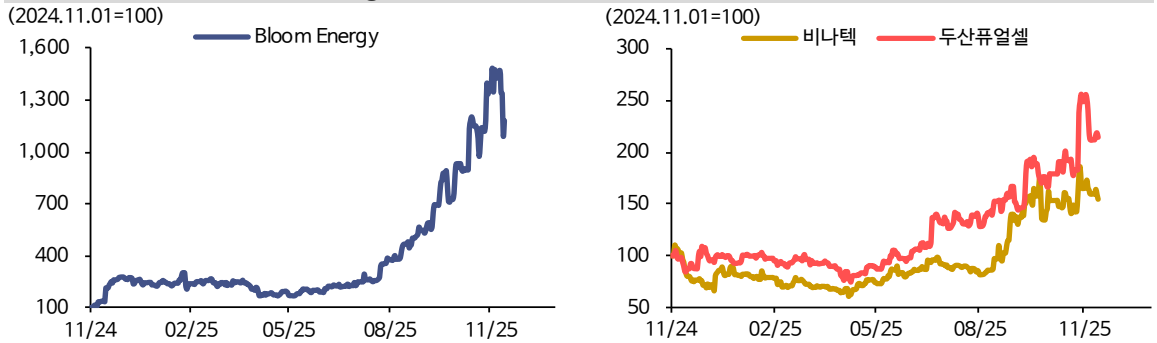
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드

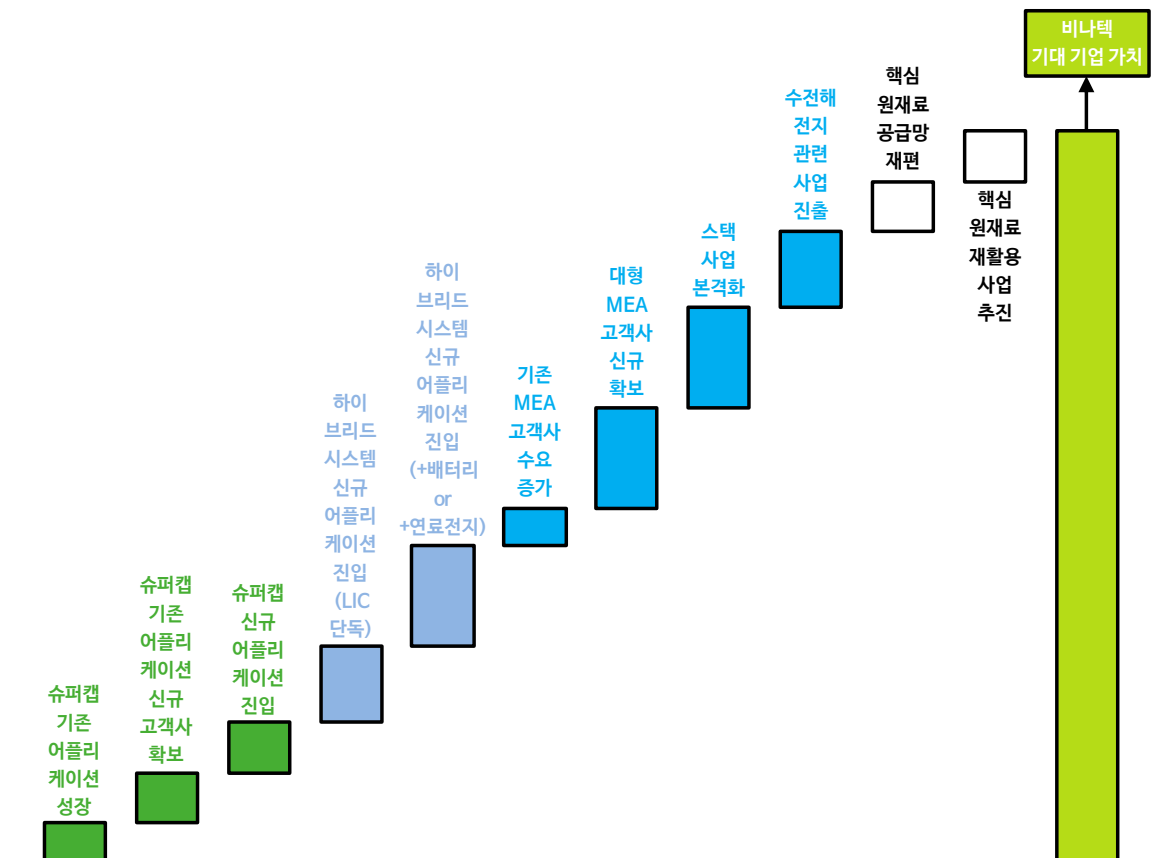


자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

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



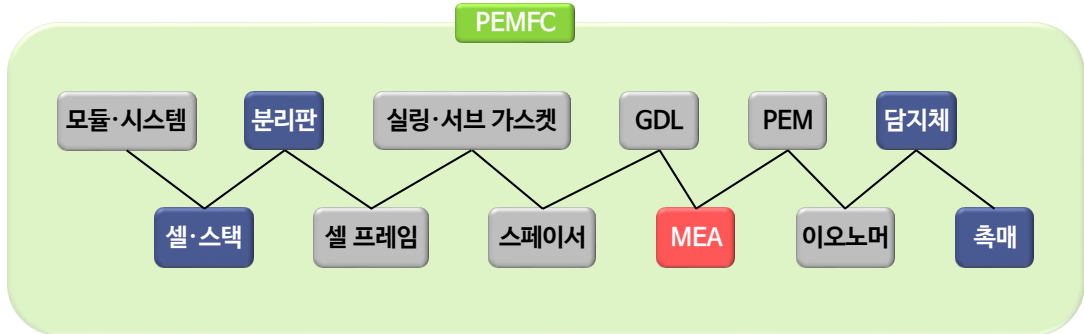
비나텍 기업 가치 상승 요인 요약



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

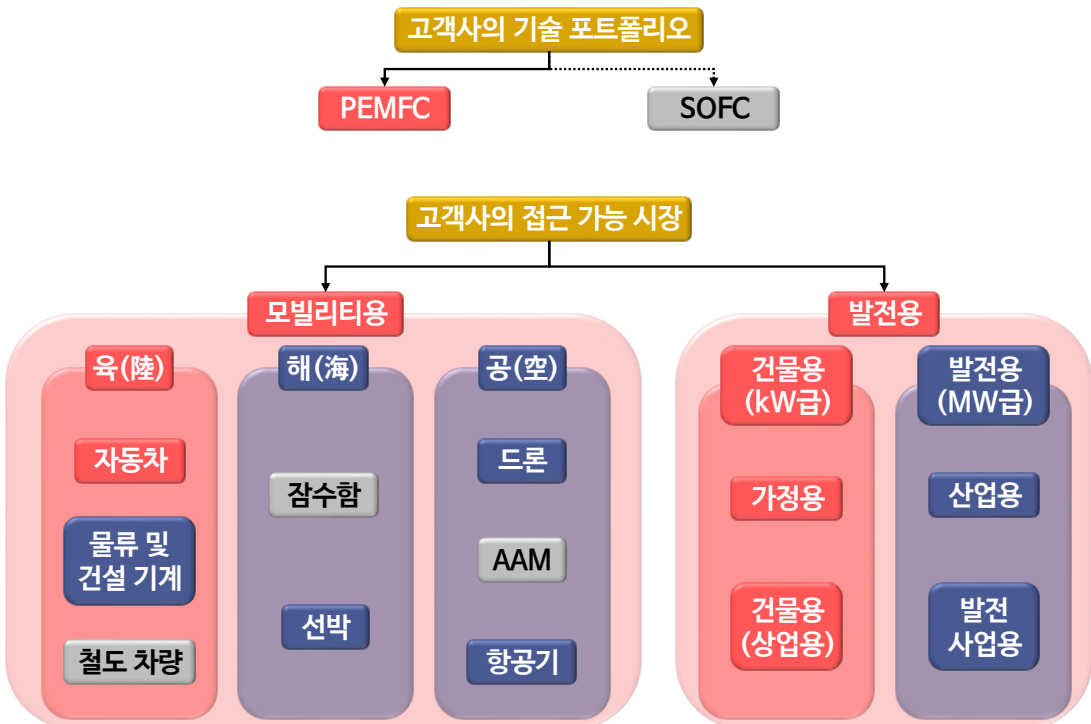
<연료전지 관련 사업 추진 현황>

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

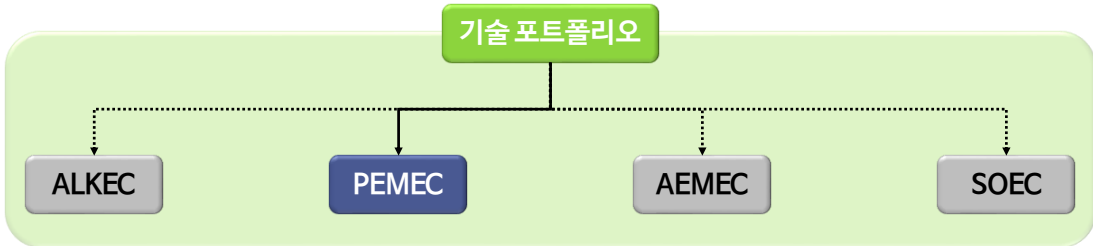
비나텍 고객사의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



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	186.8	200.5	213.5
유동자산	46.7	46.4	41.6	50.7	62.7
현금및현금성자산	18.3	11.5	6.4	5.0	9.0
매출채권	14.5	18.0	18.7	24.7	29.5
재고자산	7.4	10.9	12.0	16.5	19.6
비유동자산	83.3	129.7	145.2	149.8	150.8
유형자산	72.2	120.3	135.4	139.9	140.5
무형자산	1.3	1.9	2.1	2.4	2.7
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	105.0	102.3
유동부채	41.4	57.2	65.7	68.5	68.0
단기차입금	31.5	43.8	46.8	49.8	52.8
매입채무	2.3	2.5	4.2	8.8	10.5
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	84.8	95.5	111.2
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	20.7	30.5	45.1
지배주주지분	64.3	84.2	85.1	95.1	109.9
비지배주주지분	0.0	(0.3)	(0.3)	0.4	1.3
*총차입금	56.7	82.3	91.4	89.4	84.9
*순차입금(순현금)	34.4	69.4	83.6	83.2	74.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	13.1	(3.4)	12.2	16.5	22.3
당기순이익	2.0	(9.7)	0.9	10.6	15.7
유형자산상각비	5.2	6.7	9.9	10.5	12.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
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)	0.4	(5.7)	(6.5)
(법인세납부)	(0.2)	0.0	(0.3)	(3.0)	(4.4)
기타	2.7	9.6	1.0	3.8	5.1
투자활동으로인한현금흐름	(3.7)	(39.9)	(26.3)	(15.9)	(13.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(12.4)	(44.9)	(25.0)	(15.0)	(12.5)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.7)	(0.8)
투자자산의감소(증가)	(1.8)	0.1	(0.2)	0.2	(0.0)
기타	10.7	5.2	(0.7)	(0.4)	(0.5)
FCF	2.4	(58.4)	(10.2)	2.8	11.0
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)	(5.1)	(1.5)	4.0
기초현금	16.0	18.3	11.5	6.4	4.9
기말현금	18.3	11.5	6.4	4.9	9.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	55.0	59.6	84.2	123.5	147.3
증감률 (%)	(22.2)	8.4	41.3	46.7	19.2
매출원가	36.9	40.5	55.5	69.6	82.9
매출총이익	18.1	19.0	28.7	53.9	64.4
매출총이익률 (%)	32.8	32.0	34.1	43.6	43.7
판매관리비	15.0	27.1	24.8	37.4	41.6
영업이익	3.0	(8.1)	3.8	16.6	22.8
증감률 (%)	(67.5)	적전	흑전	332.2	37.5
영업이익률 (%)	5.5	(13.5)	4.5	13.4	15.5
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)	1.2	13.6	20.2
법인세비용	(0.3)	2.3	0.3	3.0	4.4
계속사업이익	2.0	(9.7)	0.9	10.6	15.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.0	(9.7)	0.9	10.6	15.7
증감률 (%)	(83.1)	적전	흑전	1,041.5	48.0
순이익률 (%)	3.6	(16.2)	1.1	8.6	10.7
(지배주주)당기순이익	2.0	(9.1)	0.9	10.0	14.8
(비지배주주)당기순이익	0.0	(0.6)	0.1	0.6	0.9
총포괄이익	1.5	(7.5)	0.9	10.6	15.7
(지배주주)총포괄이익	1.5	(7.1)	0.9	10.0	14.8
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(0.5)	0.1	0.7	1.0
EBITDA	8.5	(1.2)	14.0	27.4	35.2
증감률 (%)	(40.0)	적전	흑전	95.9	28.3
EBITDA 이익률 (%)	15.4	(2.0)	16.6	22.2	23.9

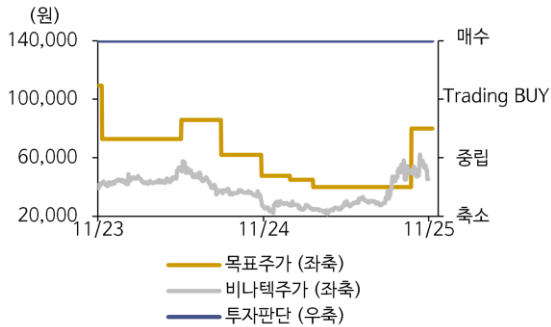
주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	311	(1,517)	146	1,579	2,225
EPS (지배순이익, 원)	311	(1,427)	137	1,485	2,093
BPS (자본총계, 원)	10,085	13,170	12,598	13,501	14,976
BPS (지배지분, 원)	10,085	13,219	12,636	13,448	14,800
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	142.5	-	310.5	28.7	20.4
PER (지배순이익, 배)	142.5	-	330.1	30.5	21.6
PBR (자본총계, 배)	4.4	2.2	3.6	3.4	3.0
PBR (지배지분, 배)	4.4	2.2	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA (배)	36.0	-	26.7	13.7	10.4
배당성향 (%)	7.1	(1.6)	18.6	1.7	1.2
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	(2.0)	16.6	22.2	23.9
영업이익률 (%)	5.5	(13.5)	4.5	13.4	15.5
순이익률 (%)	3.6	(16.2)	1.1	8.6	10.7
ROA (%)	1.5	(6.3)	0.5	5.5	7.6
ROE (지배순이익, %)	3.2	(12.2)	1.0	11.1	14.4
ROIC (%)	3.5	(7.3)	1.8	7.7	10.0
안정성					
부채비율 (%)	102.3	109.9	120.2	110.0	92.0
순차입금비율 (%)	53.5	82.7	98.5	87.2	67.4
현금비율 (%)	44.2	20.1	9.8	7.2	13.2
이자보상배율 (배)	1.5	-	1.1	4.6	6.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.8	2.7	3.2	4.4	4.3
재고자산회수기간 (일)	59.0	56.0	49.7	42.1	44.7
매출채권회수기간 (일)	105.0	99.5	79.6	64.1	67.1

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 11월 14일 기준)

매수 (매수)	89.56%	Trading BUY (중립)	7.23%	중립 (중립)	3.21%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------