

비나텍 (126340)

눌러 있는 용수철(龍鬚鐵)

2026년 4월 1일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	160,000 원 (상향)
✓ 상승여력	39.0%	✓ 현재주가 (3월 31일)	115,100 원

신한생각 맑고 상쾌했던 1조원의 공기, 응축된 힘이 열어갈 미래

유틸리티/신에너지 Top Pick 유지. 2022년과는 차원이 다른 성장가도를 달리는 중. 시대를 주도하는 테마에 올라탄, 앞으로가 더욱 기대되는 종목

4Q25 Review: 다소 부진했던 이익 & 올해 확인될 성장 동력들

[4분기 실적] 연결 매출액, 영업이익 각각 228억원(+66.1%, 이하 YoY), 7억원(흑자전환, OPM +2.9%) 기록. Bloom Energy(이하 BE) 및 스마트 미터기향 물량 증가로 슈퍼캡 외형 204억원(+105.6%) 달성. 증설 및 인력 충원(R&D 포함)으로 인한 고정비 부담 증가가 이익 부진의 주된 원인. 일회성 요인(비나에프씨엠, 비나에너지솔의 사업화 지연으로 인한 영업권 및 유형자산 손상차손 인식, 이연법인세자산 요건 미충족으로 인한 법인세 비용 인식) 발생으로 세전이익, 순이익 또한 부진

[향후 관전 포인트] 당장은 베트남 공장(박닌, 박장) 가동에 문제가 없는 것으로 파악. 전쟁으로 인한 에너지 대란 영향이 공장 가동에 영향을 주는 지에 대한 면밀한 모니터링 필요. 올해 중 윤곽이 나올 AI 데이터 센터향 신규 고객사 벤더 진입 여부, 자동차 전장 프로젝트 본격화 여부에 주목

Valuation & Risk: 현재를 아득히 넘어서는 새로움이 오고 있다

투자의견은 '매수' 유지, 목표주가(EV/EBITDA 밸류에이션)는 추정치, 멀티플 조정 반영해 '16.0만원'(+33.3%)으로 상향. 멀티플은 현재 증시 상황을 반영해 기존 25% 할증 제거. BE향 물량의 공급 범위 확대 확정, AI 데이터 센터향 신규 고객사향 벤더 진입 확정이 확인될 경우, 기존 25% 할증이 반영된 수치를 상회하는 멀티플 부여 가능. EBITDA 추정치 기준 변경(2026F → 2027F). 직전 보고서 대비 증가한 BE의 연료전지 출하량 전망치에 기반해 실적 추정치 상향 조정. 상기 AI 데이터 센터향 신규 고객사 확보, 자동차 전장 프로젝트 성과 창출 시 추가적인 상향 조정 가능

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	59.6	(8.1)	(9.1)	-	(12.2)	2.2	-	-
2025	82.2	1.8	(5.9)	-	(7.1)	6.2	47.5	-
2026F	165.3	14.8	7.2	114.1	8.6	9.9	37.7	-
2027F	328.8	40.0	22.6	38.1	23.1	8.3	18.3	-
2028F	402.4	47.8	27.5	32.9	22.3	6.9	14.7	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[유틸리티/신에너지]

최규현, CFA 선임연구원

✉ cgh815@shinhan.com

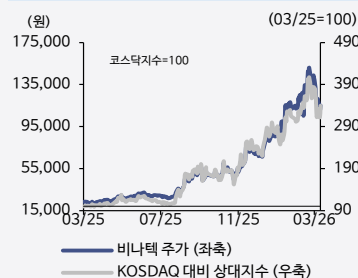
Revision	
실적추정치	상향
Valuation	하향

시가총액	799.6십억원
발행주식수(유동비율)	7.1백만주(68.4%)
52주 최고가/최저가	151,300 원/20,794 원
일평균 거래액 (60일)	15,538백만원
외국인 지분율	7.1%

주요주주 (%)	
성도경 외 9인	30.1
국민연금공단	9.5

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(6.9)	60.1	424.1	45.9
상대	5.5	40.8	235.1	31.1

주가



비나텍 4Q25 실적 Review

(십억원, %, %p)	4Q25	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	컨센서스	차이	신한	차이
매출액	22.8	13.7	66.1	23.0	(1.0)	24.3	(6.2)	25.2	(9.4)
영업이익	0.7	(6.7)	흑전	2.6	(74.3)	2.8	(76.4)	2.8	(76.2)
EBITDA	3.5	(4.6)	흑전	5.1	(31.6)	-	-	5.4	(35.6)
영업이익률	2.9	(48.7)	51.6	11.1	(8.3)	11.5	(8.6)	11.0	(8.2)
EBITDA 마진율	15.3	(33.3)	48.6	22.2	(6.9)	-	-	21.5	(6.2)

자료: 회사 자료, 에프앤가이드, 신한투자증권 추정

비나텍 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)	변경 전			변경 후			변경률		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
매출액	84.6	146.7	258.4	82.2	165.3	328.8	(2.8)	12.7	27.2
영업이익	3.9	18.0	36.5	1.8	14.8	40.0	(54.4)	(18.0)	9.5
EBITDA	14.1	28.9	51.2	12.1	25.4	53.9	(13.7)	(12.1)	5.3
영업이익률	4.6	12.3	14.1	2.2	8.9	12.2	(2.4)	(3.3)	(2.0)
EBITDA 마진율	16.6	19.7	19.8	14.7	15.3	16.4	(1.9)	(4.3)	(3.4)

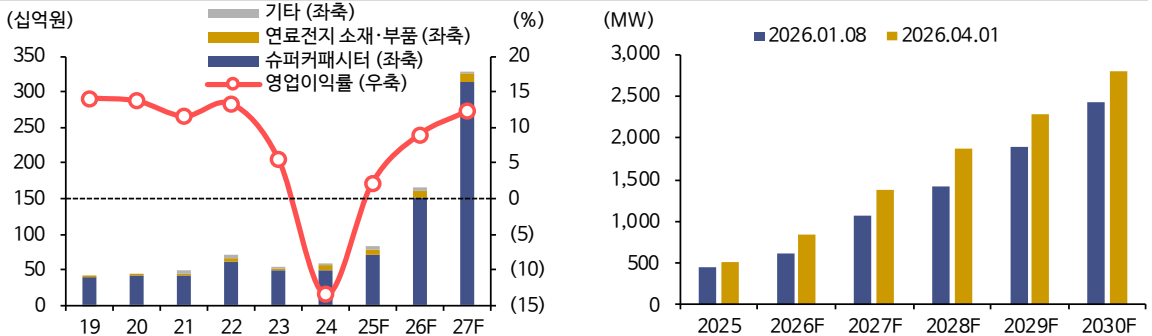
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	135	183	140	137	15.7	20.7	23.0	22.8	70.7	55.0	59.6	82.2	165.3	328.8
YoY %	10.8	24.6	4.0	(5.9)	16.8	12.8	63.8	66.1	44.3	(22.2)	8.4	38.0	101.1	98.9
QOQ %	(7.6)	36.1	(23.4)	(2.3)	14.7	31.5	11.2	(1.0)	-	-	-	-	-	-
슈퍼커패시터	11.8	16.1	11.3	9.9	12.9	17.3	20.1	20.4	61.5	48.7	49.2	70.7	151.7	313.0
YoY %	7.5	20.3	(7.4)	(17.7)	9.3	7.1	77.5	105.6	48.1	(20.8)	1.0	43.7	114.5	106.3
QOQ %	(2.2)	36.7	(29.7)	(12.5)	29.9	33.9	16.5	1.4	-	-	-	-	-	-
연료전지 소재·부품	1.2	1.3	2.0	2.6	1.7	2.1	1.7	1.3	5.5	3.8	7.1	6.8	10.0	11.8
YoY %	197.0	56.0	135.3	53.0	45.9	60.0	(14.4)	(50.8)	50.4	(31.4)	86.9	(4.3)	47.3	17.9
QOQ %	(32.1)	11.2	52.5	32.9	(35.3)	22.0	(18.4)	(23.6)	-	-	-	-	-	-
MEA	0.8	1.1	1.7	2.4	1.5	1.9	1.6	1.3	5.0	3.3	6.1	6.3	9.4	11.3
YoY %	118.1	52.3	168.9	56.7	83.0	70.0	(5.3)	(47.4)	57.4	(33.3)	84.5	3.8	47.6	20.4
QOQ %	(47.2)	38.9	52.9	39.7	(38.3)	29.0	(14.8)	(22.4)	-	-	-	-	-	-
영업이익	0.4	0.7	(2.5)	(6.7)	(2.4)	1.0	2.6	0.7	9.4	3.0	(8.1)	1.8	14.8	40.0
YoY %	흑전	(37.9)	적전	적전	적전	37.8	흑전	흑전	66.2	(67.5)	적전	흑전	731.7	170.8
QOQ %	(54.8)	62.0	적전	적지	적지	흑전	168.1	(74.3)	-	-	-	-	-	-
영업이익률	3.2	3.8	(17.9)	(48.7)	(15.3)	4.6	11.1	2.9	13.2	5.5	(13.5)	2.2	8.9	12.2
EBITDA	1.7	2.4	(0.7)	(4.6)	0.1	3.5	5.1	3.5	14.1	8.5	(1.2)	12.1	25.4	53.9
YoY %	174.6	(11.7)	적전	적전	(96.6)	44.7	흑전	흑전	61.9	(40.0)	적전	흑전	109.3	112.5
QOQ %	(19.5)	39.8	적전	적지	흑전	5,801.2	47.5	(31.6)	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	12.7	13.1	(5.0)	(33.3)	0.4	16.7	22.2	15.3	19.9	15.4	(2.0)	14.7	15.3	16.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 사업부별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망(좌)과 Bloom Energy 연료전지 출하량 전망(우)



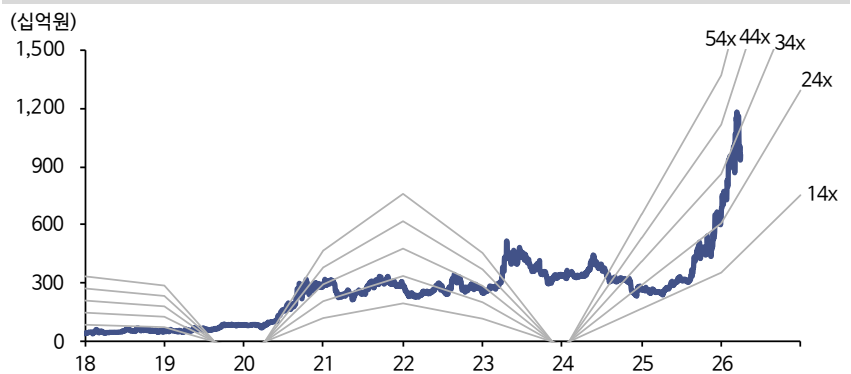
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연료전지 출하량 산출에는 MW당 3백만달러의 단가 활용

비나텍 EV/EBITDA 밸류에이션

(십억원, 천주, 원, %)	2027F EBITDA	2026F	멀티플	적정 가치	비고
① 영업 가치	53.9	50.1	24.6	1,234.5	- 할인율 WACC 8% - 슈퍼캡 외형이 큰 폭으로 성장했던 2022년 중 멀티플(12개월 선행 EV/EBITDA) 평균
② 자산 가치				2.4	
③ 순 차입금				93.8	
목표 시가총액				1,143.1	(①+②-③)
발행 주식 수				7,144	자사주 제외
목표주가				160,000	
현재 주가				115,100	
상승 여력				39.0	

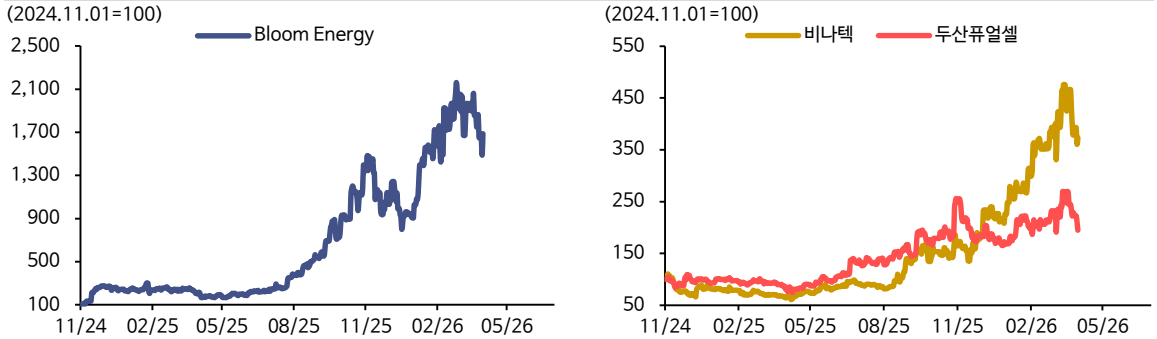
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비나텍 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



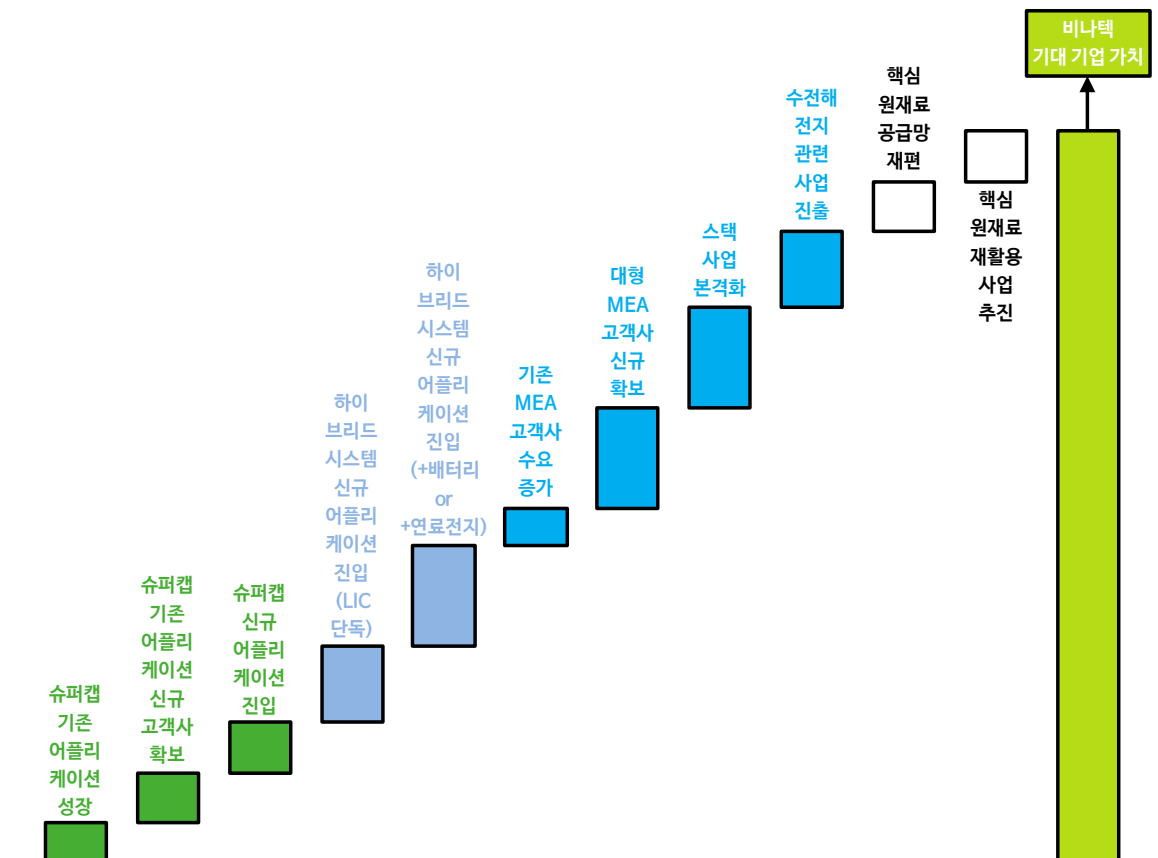
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

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



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

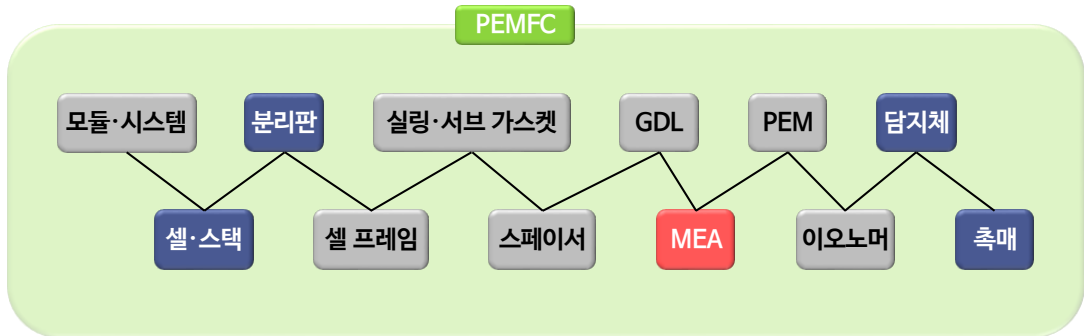
비나텍 기업 가치 상승 요인 요약



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

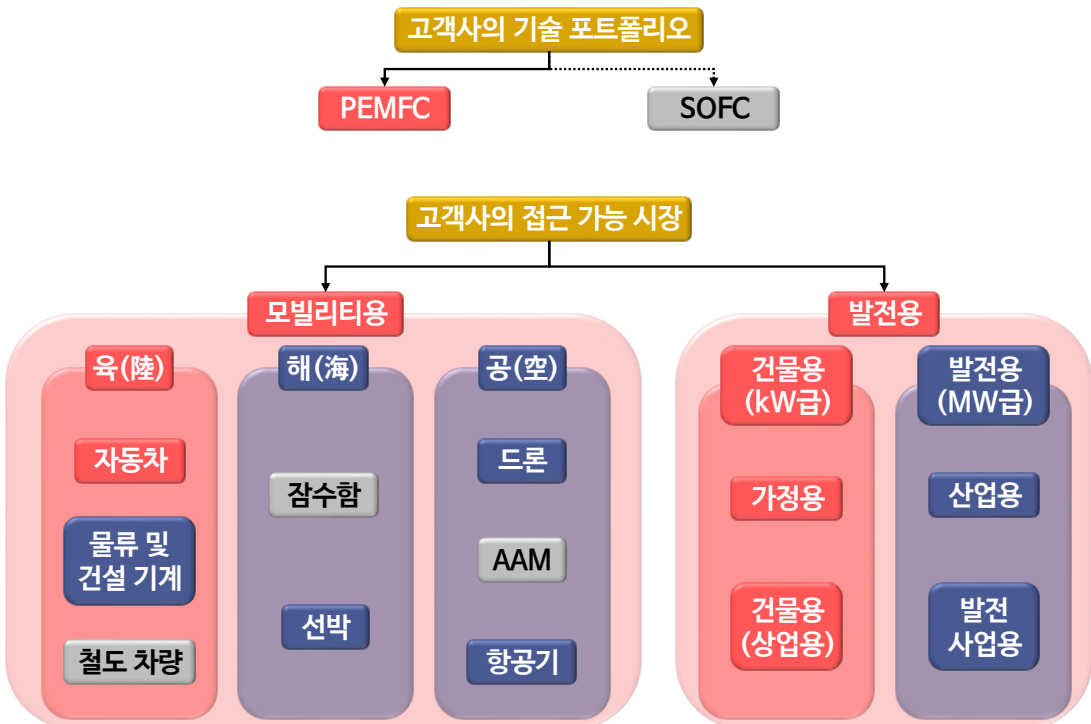
<연료전지 관련 사업 추진 현황>

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

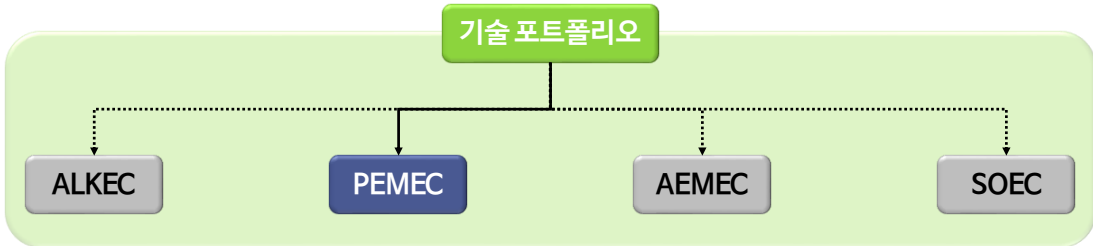
비나텍 고객사의 기술 포트폴리오 및 접근 가능 시장 현황



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)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	176.1	202.3	276.1	337.6	360.0
유동자산	46.4	70.9	80.2	129.4	143.4
현금및현금성자산	11.5	9.5	16.1	17.1	16.4
매출채권	18.0	20.5	33.1	59.8	67.1
재고자산	10.9	26.8	23.6	43.8	50.3
비유동자산	129.7	131.4	195.9	208.3	216.5
유형자산	120.3	125.4	190.0	201.5	208.8
무형자산	1.9	1.0	1.4	2.2	3.0
투자자산	5.2	4.9	4.4	4.5	4.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	92.2	124.0	189.4	223.9	213.3
유동부채	57.2	82.8	94.1	107.2	116.6
단기차입금	43.8	58.6	73.6	78.6	83.6
매입채무	2.5	9.8	8.3	17.3	22.4
유동성장기부채	6.4	7.8	6.8	5.8	4.8
비유동부채	35.0	41.3	95.2	116.7	96.7
사채	0.0	0.0	0.0	41.0	41.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	31.9	37.5	92.5	72.5	52.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	83.9	78.2	86.7	113.8	146.7
자본금	3.2	3.5	3.6	3.8	4.0
자본잉여금	36.0	51.6	51.6	51.6	51.6
기타자본	(7.5)	10.3	10.3	10.3	10.3
기타포괄이익누계액	1.8	0.4	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	20.0	14.0	20.9	43.4	70.7
지배주주지분	84.2	79.8	86.9	109.5	137.1
비지배주주지분	(0.3)	(1.6)	(0.2)	4.3	9.6
*총차입금	82.3	104.3	173.1	198.1	182.2
*순차입금(순현금)	69.4	93.8	156.3	180.5	165.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	(3.4)	(6.1)	12.8	2.2	41.8
당기순이익	(9.7)	(7.0)	8.6	27.1	32.9
유형자산상각비	6.7	10.1	10.4	13.5	17.7
무형자산상각비	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7
외화환산손실(이익)	(2.0)	0.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(8.2)	(18.7)	(6.4)	(38.9)	(9.5)
(법인세납부)	0.0	(0.9)	(2.4)	(7.6)	(9.3)
기타	9.6	9.3	2.3	7.7	9.3
투자활동으로인한현금흐름	(39.9)	(18.2)	(75.1)	(26.2)	(26.5)
유형자산증가(CAPEX)	(44.9)	(19.4)	(75.0)	(25.0)	(25.0)
유형자산감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.3)	(0.1)	(0.6)	(1.2)	(1.5)
투자자산감소(증가)	0.1	0.9	0.4	(0.1)	(0.1)
기타	5.2	0.3	0.1	0.1	0.1
FCF	(58.4)	(24.3)	(58.1)	(19.2)	21.0
재무활동으로인한현금흐름	36.1	22.5	68.7	25.0	(16.0)
차입금증가(감소)	14.3	21.6	68.8	25.0	(16.0)
자기주식처분(취득)	5.2	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	16.6	0.8	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.4	(0.2)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(6.8)	(1.9)	6.5	1.0	(0.6)
기초현금	18.3	11.5	9.5	16.0	17.1
기말현금	11.5	9.5	16.0	17.1	16.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	59.6	82.2	165.3	328.8	402.4
증감률 (%)	8.4	38.0	101.1	98.9	22.4
매출원가	40.5	57.0	99.5	196.8	238.9
매출총이익	19.0	25.2	65.9	132.0	163.5
매출총이익률 (%)	32.0	30.7	39.8	40.1	40.6
판매관리비	27.1	23.4	51.1	92.0	115.7
영업이익	(8.1)	1.8	14.8	40.0	47.8
증감률 (%)	적전	흑전	731.7	170.8	19.6
영업이익률 (%)	(13.5)	2.2	8.9	12.2	11.9
영업외손익	0.7	(6.1)	(3.8)	(5.3)	(5.6)
금융손익	0.6	(3.2)	(3.8)	(5.3)	(5.6)
기타영업외손익	0.1	(2.9)	0.0	0.0	0.0
중소 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(7.4)	(4.3)	11.0	34.7	42.2
법인세비용	2.3	2.7	2.4	7.6	9.3
계속사업이익	(9.7)	(7.0)	8.6	27.1	32.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(9.7)	(7.0)	8.6	27.1	32.9
증감률 (%)	적전	적지	흑전	216.0	21.6
순이익률 (%)	(16.2)	(8.5)	5.2	8.2	8.2
(지배주주)당기순이익	(9.1)	(5.9)	7.2	22.6	27.5
(비지배주주)당기순이익	(0.6)	(1.1)	1.4	4.4	5.4
총포괄이익	(7.5)	(8.5)	8.6	27.1	32.9
(지배주주)총포괄이익	(7.1)	(7.2)	7.3	23.1	28.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.5)	(1.3)	1.3	4.0	4.9
EBITDA	(1.2)	12.1	25.4	53.9	66.1
증감률 (%)	적전	흑전	109.3	112.5	22.7
EBITDA 이익률 (%)	(2.0)	14.7	15.3	16.4	16.4

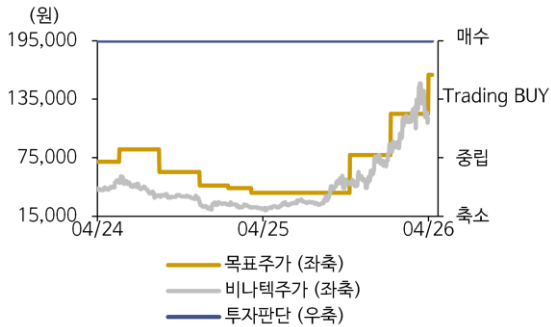
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(1,475)	(1,061)	1,205	3,609	4,177
EPS (지배순이익, 원)	(1,388)	(888)	1,008	3,019	3,495
BPS (자본총계, 원)	12,808	11,298	11,560	14,445	17,734
BPS (지배지분, 원)	12,856	11,525	11,583	13,905	16,570
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	-	95.5	31.9	27.6
PER (지배순이익, 배)	-	-	114.1	38.1	32.9
PBR (자본총계, 배)	2.2	6.4	10.0	8.0	6.5
PBR (지배지분, 배)	2.2	6.2	9.9	8.3	6.9
EV/EBITDA (배)	-	47.5	37.7	18.3	14.7
배당성향 (%)	(1.6)	(1.7)	2.6	0.9	0.7
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(2.0)	14.7	15.3	16.4	16.4
영업이익률 (%)	(13.5)	2.2	8.9	12.2	11.9
순이익률 (%)	(16.2)	(8.5)	5.2	8.2	8.2
ROA (%)	(6.3)	(3.7)	3.6	8.8	9.4
ROE (지배순이익, %)	(12.2)	(7.1)	8.6	23.1	22.3
ROIC (%)	(7.3)	3.1	5.5	11.7	12.3
안정성					
부채비율 (%)	109.9	158.5	218.4	196.8	145.5
순차입금비율 (%)	82.7	119.9	180.3	158.7	112.8
현금비율 (%)	20.1	11.5	17.1	15.9	14.1
이자보상배율 (배)	(2.9)	0.5	3.1	6.2	7.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.7	2.3	3.5	4.7	4.3
재고자산회수기간 (일)	56.0	83.8	55.7	37.4	42.7
매출채권회수기간 (일)	99.5	85.5	59.1	51.5	57.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

비나텍(126340)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 11월 27일	매수	70,791	(39.2)	(26.9)
2024년 05월 20일	매수	83,482	(47.0)	(33.0)
2024년 08월 16일	매수	60,292	(41.9)	(37.8)
2024년 11월 13일	매수	46,379	(43.5)	(36.8)
2025년 01월 15일	매수	43,725	(41.4)	(33.3)
2025년 03월 07일	매수	38,867	(27.5)	17.5
2025년 09월 07일	6개월경과		27.5	45.2
2025년 10월 10일	매수	77,734	(21.7)	14.1
2026년 01월 08일	매수	120,000	(5.8)	26.1
2026년 04월 01일	매수	160,000	-	-

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 (2026년 03월 30일 기준)

매수 (매수)	87.89%	Trading BUY (중립)	8.20%	중립 (중립)	3.91%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------