

## BUY 신규

목표주가 상향 34,000원

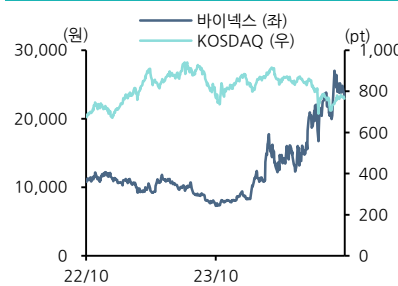
종가(24.10.17) 23,750원

상승여력 43.1%

## Stock Data

KOSDAQ(10/17)	763.2pt
시가총액	7,543억원
액면가	500원
52주 최고가	27,000원
52주 최저가	7,280원
외국인지분율	4.4%
90일 일평균거래대금	658억원
주요주주지분율	
바이넥스홀딩스(외 3인)	11.1%
유동주식비율	86.3%

## Stock Price



## 상업용 바이오 CMO 기업 길목에 진입

## 바이오의약품 시료생산에서 상업용 CMO기업으로 진화

바이넥스는 합성의약품(비중 60%)과 바이오의약품(비중 40%)을 생산하는 기업으로, 미래 성장 비전은 바이오의약품에서 찾고 있다. 최근까지는 바이오의약품 임상시료를 생산(CMO)해 왔다. 그러나 많은 준비를 거쳐 2025년부터 상업용 생산이 본격화되면서 매출과 이익이 크게 증가할 것으로 전망된다. 미국의 생물보안법 수혜를 간접적으로 받으면서, 장기적으로는 중간 규모의 수주물량에 특화된 글로벌 바이오의약품 CMO업체로 진화하는 길목에 들어서고 있다.

## 상업용 CMO 매출이 2024년 하반기부터 발생, 2025년 대폭 증가 전망

바이넥스의 바이오 CMO사업 변화와 향후 전망을 세가지로 살펴볼 수 있다.

**첫째, 송도공장을 cGMP 급으로 업그레이드 하고 있다.** 계기는 셀트리온 약템라 바이오시밀러 CMO생산 준비이다. 그동안 송도공장에 대한 투자를 늘리고 가동을 줄였다. 2024년 3분기에 FDA실사를 거쳤고 2025년 1월쯤에 허가를 기대하고 있다. 이로 인해 상반기에 바이오의약품 매출은 줄어들고 인건비 등 고정비가 증가, 영업적자가 발생했다. 2024년 3분기까지는 이런 상황이 이어질 것이다.

**둘째, 2024년 4분기부터 상업용 바이오CMO 가동을 시작하고, 2025년에 생산물량이 대폭 증가한다.** 셀트리온 약템라 바이오시밀러가 미국 FDA허가를 받기 이전인 2024년 4분기에 유통재고용(2025년분)으로 생산, 매출이 발생할 전망이다. 이후 2025년부터는 상업용 매출이 안정적으로 발생하게 될 것이다.

**셋째, 국내 대형사향 신규 PPQ 물량(174억원)이 2025년에 매출 인식될 것이다.** 오송공장 5천리터 Line은 PPQ 물량(사이트 체인지물량 추정) 생산으로 가동된다. 최근 신규 상업용 CMO 수주 요청이 많아 오송공장도 조만간 풀 가동될 전망이다.

## Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	157	17	12	392	29.5	15.5	1.9	6.7	0
2023	155	1	5	147	60.9	30.1	1.6	2.5	0
2024E	136	-24	-22	-709	-32.8	-64.2	4.9	-13.2	0
2025E	171	9	7	224	104.0	43.8	4.7	4.5	0
2026E	191	21	17	539	43.3	26.7	4.3	10.1	0

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

장기관점에서  
매수의견 제시  
바이넥스 미래를  
긍정적으로 보자

### 글로벌 의약품 니체마켓에서 CMO기업으로 도약할 기초를 닦고 있다, 긍정적이다

주가는 연초 8,000~9,000원내외 였으나 상업용 매출에 대한 기대감, 미국 FDA 송도공장 실사, 미국의 생물보안법에 따른 수혜(기대) 등으로 상승세에 진입, 현재 23,000원 내외까지 상승해 있다. 향후 주가 흐름을 긍정적으로 보는 데에는 다음과 같은 요인이 있다.

**첫째, 송도공장에서 2024년 하반기부터 상업용 CMO 매출이 시작된다.** 송도공장은 1천L 4개 Line과 500L 두개 Line이 있다. 1천L 두개 Line, 2,000L가 셀트리온의 바이오시밀러 생산에 배정, 4분기부터 상업용 생산이 시작되어 2025년에 본격적으로 매출을 발생시킬 전망이다. 셀트리온에서 악템라 바이오시밀러 매출을 키워갈 것으로 예상되어, 바이넥스에게는 안정적인 매출의 기반이 될 가능성이 크다.

**둘째, 2025년 오송공장에서도 상업용 가동 시작된다.** 송도공장에서 2024년 9월에 수주한 PPQ 물량 174억원치가 생산되고, 순조롭게 진행될 경우, 2025년 하반기에 FDA 공장 실사를 거쳐서 2026년부터 상업용 생산이 본격화될 것이다. FDA가 오송공장을 승인하면, 앞으로 FDA 승인 공장의 레코드를 활용하여 상업용 수주가 증가할 수 있을 것이다. 2026년에는 오송공장 5천L 중심으로 풀가동 될 전망이다.

**셋째, 생물보안법의 단기적인 영향은 제한적이나 신규 수주가 증가하는 요인이 될 것이다.** 미국의 생물보안법이 발효되면서 당장 동사에 변화는 없지만, 잠재적인 CMO수요가 증가한 것으로 평가된다. 현재 신규 CMO수주 요청이 증가하고 있는 분위기이다. 동사의 송도공장과 오송공장 전체 생산 CAPA가 12,000L이다. 비가동 공장 CAPA를 2026년 상반기까지 채울 가능성이 높아지고 있다. 따라서 생물보안법으로 인해 장기적으로는 바이넥스의 글로벌 CMO수주에 우호적인 환경이 조성될 것으로 평가된다. 따라서 **2025년 하반기쯤에는 공장증설에 대한 논의가 시작될 가능성이 높아 보인다.**

2023~2024년 상반기에 상업용 CMO를 위한 투자증가로 고정비가 증가, 적자상태이나 2025년부터 상업용 CMO 매출 가세로 흑자전환이 가능한 구조이다. 바이오시밀러 CMO 영업이익률이 거의 35~40%에 근접할 것으로 추정되어 영업이익은 2024년 4분기에 BEP 수준으로 전망되고, 2025년에는 크게 증가할 전망이다.

**주가 전망은 긍정적이다.** 물 들어올 때 노를 저어야 한다. 2024년 4분기 셀트리온향 상업용 CMO 매출 반영, 2025년 1월쯤 미국 FDA 송도공장 실사 통과, 2025년 1분기 PPQ CMO 매출 발생 등을 예상할 수 있다. 특히 미국 생물보안법과 관련해 꾸준히 증시테마를 형성하며 영향을 미칠 가능성이 높다. 바이넥스는 앞으로 대규모보다는 바이오의약품 CMO 니체마켓에서 **중간 규모의 수주물량을 생산하는 글로벌 기업으로 도약할 환경에 직면해 있다.** 2025년부터 실제 상업용 CMO생산이 증가하며 기업가치가 크게 상승하는 모습이 될 것이다. 이와 같은 이벤트와 미래에 대한 비전, 그리고 영업흑자 전환으로 주가는 밸류에이션 부담을 극복하며, 2025년까지 상승할 수 있을 전망이다.

그동안 바이넥스에 대해 Not Rated 의견으로 자료를 작성해 왔다. **현재 주가가 많이 상승했지만 아직도 상승 여력이 있다고 평가되어, 목표주가 34,000원으로 투자의견 매수를 제시한다.** 긍정적인 시각에서 장기관점에서 접근할 필요가 있어 보인다.

표 1. 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022	1Q	2Q	3Q	4Q	2023	1Q	2Q	3QE	4QE	2024E
매출액	1,330	1,344	1,567	482	395	316	355	1,548	297	315	336	414	1,362
(증감률)	0.0%	1.1%	16.6%	36.5%	-2.1%	-20.1%	-14.4%	-1.2%	-38.4%	-20.3%	6.4%	16.5%	-12.0%
바이오	477	573	669	253	141	99	118	611	86	106	115	175	482
(증감률)	13.6%	20.1%	16.8%	90.2%	-25.4%	-40.7%	-34.4%	-8.7%	-66.0%	-24.8%	16.2%	48.3%	-21.1%
분식센터 매출	11	12	12	3	1	2	5	11	-	-	2	2	4
합성의약품 등	842	759	886	226	253	215	232	926	211	209	219	237	876
(증감률)	-7.5%	-9.8%	16.7%	2.7%	17.9%	-5.8%	4.2%	4.6%	-6.6%	-8.0%	2.0%	2.0%	-5.4%

자료: 바이넥스, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산	2023								2024E
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	
매출액	482	395	316	355	297	315	336	414	
영업이익	83	4	-44	-33	-106	-83	-61	8	
세전이익	87	22	-47	-14	-116	-88	-66	2	
순이익	70	13	-55	17	-98	-54	-71	2	
YoY(%)									
매출액	36.5	-2.1	-20.1	-14.4	-38.4	-20.3	6.4	16.5	
영업이익	218.2	-94.8	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	
세전이익	267.9	-70.6	적전	적지	적전	적전	적지	흑전	
순이익	280.3	-75.7	적전	흑전	적전	적전	적지	-86.2	

자료: 바이넥스, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션

(억원, 배)

2024년 자기자본	1,504
적정 PER	7 삼성바이오로직스 PBR 6.9배(컨센서스) 수준 적용
기업가치 합계	10,525
발행주식수(주)	31,761,048
자기주식수(주)	836,512
유통주식수(주)	30,924,536
적정주가(원)	34,036

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>109.0</b>	<b>73.7</b>	<b>85.0</b>	<b>98.1</b>	<b>119.7</b>
현금 및 현금성자산	31.1	8.2	6.8	18.4	35.7
매출채권	23.9	16.7	18.1	18.3	20.4
재고자산	29.1	28.3	36.3	36.7	37.8
<b>비유동자산</b>	<b>189.5</b>	<b>183.3</b>	<b>203.1</b>	<b>199.8</b>	<b>197.4</b>
관계기업투자등	46.6	28.5	50.2	50.2	50.2
유형자산	120.0	122.1	122.5	120.3	118.8
무형자산	18.3	23.8	21.5	20.0	18.7
<b>자산총계</b>	<b>298.4</b>	<b>257.0</b>	<b>288.1</b>	<b>297.9</b>	<b>317.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>98.3</b>	<b>67.4</b>	<b>90.7</b>	<b>93.5</b>	<b>95.9</b>
매입채무	16.5	12.5	17.2	19.9	22.1
단기금융부채	62.1	50.7	70.2	70.2	70.2
<b>비유동부채</b>	<b>7.9</b>	<b>8.2</b>	<b>47.0</b>	<b>47.1</b>	<b>47.2</b>
장기금융부채	1.5	5.6	44.5	44.5	44.5
<b>부채총계</b>	<b>106.1</b>	<b>75.7</b>	<b>137.7</b>	<b>140.6</b>	<b>143.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>191.6</b>	<b>181.3</b>	<b>150.4</b>	<b>157.4</b>	<b>174.0</b>
자본금	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9
자본잉여금	138.6	138.6	138.6	138.6	138.6
이익잉여금	42.0	46.7	25.7	32.6	49.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.7</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>192.3</b>	<b>181.3</b>	<b>150.4</b>	<b>157.3</b>	<b>173.9</b>

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>17.1</b>	<b>3.8</b>	<b>-52.3</b>	<b>18.1</b>	<b>24.5</b>
당기순이익(손실)	12.4	4.6	-22.0	6.9	16.7
현금수익비용가감	14.9	7.3	-19.2	9.8	9.5
유형자산감가상각비	6.0	7.2	7.9	7.4	7.2
무형자산상각비	2.3	2.6	3.0	2.3	2.2
기타현금수익비용	6.5	-2.6	-30.3	0.1	0.1
운전자본 증감	-9.5	-3.5	-11.3	1.4	-1.7
매출채권의 감소(증가)	-5.1	7.0	-2.6	-0.2	-2.1
재고자산의 감소(증가)	-5.9	0.6	-7.8	-0.4	-1.2
매입채무의 증가(감소)	0.0	-2.3	4.6	2.7	2.2
기타영업현금흐름	1.5	-8.8	-5.6	-0.7	-0.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-39.1</b>	<b>-14.2</b>	<b>-5.6</b>	<b>-6.5</b>	<b>-7.2</b>
유형자산 처분(취득)	-25.9	-7.7	-7.4	-5.1	-5.7
무형자산 감소(증가)	-10.5	-8.4	-0.8	-0.9	-0.9
투자자산 감소(증가)	-2.2	1.9	3.1	-0.2	-0.2
기타투자활동	-0.5	0.0	-0.4	-0.4	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>3.2</b>	<b>-12.6</b>	<b>56.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증가(감소)	3.2	-12.6	56.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>-18.9</b>	<b>-23.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>11.6</b>	<b>17.3</b>
기초현금	50.1	31.1	8.2	6.8	18.4
기말현금	31.1	8.2	6.8	18.4	35.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>156.7</b>	<b>154.8</b>	<b>136.2</b>	<b>170.9</b>	<b>191.4</b>
매출원가	86.2	97.9	106.5	100.7	105.3
매출총이익	70.5	56.9	29.7	70.2	86.1
판매비와 관리비	53.3	55.9	53.8	60.9	65.1
<b>영업이익</b>	<b>17.2</b>	<b>1.0</b>	<b>-24.1</b>	<b>9.3</b>	<b>21.1</b>
EBITDA	25.5	10.9	-13.1	19.0	30.5
금융손익	-0.2	-0.9	-1.1	-2.1	-2.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.7	4.8	-1.5	-0.3	0.1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>15.2</b>	<b>4.9</b>	<b>-26.7</b>	<b>6.9</b>	<b>19.1</b>
계속사업법인세비용	2.9	0.3	-4.7	0.0	2.5
당기순이익	12.4	4.6	-22.0	6.9	16.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>12.4</b>	<b>4.7</b>	<b>-21.9</b>	<b>6.9</b>	<b>16.7</b>
매출총이익률 (%)	45.0	36.8	21.8	41.1	45.0
영업이익률 (%)	11.0	0.7	-17.7	5.4	11.0
EBITDA 마진률 (%)	16.3	7.1	-9.7	11.1	15.9
세전이익률 (%)	9.7	3.2	-19.6	4.1	10.0
지배주주순이익률 (%)	7.9	3.0	-16.1	4.1	8.7
ROA (%)	4.4	1.7	-8.0	2.4	5.4
ROE (%)	6.7	2.5	-13.2	4.5	10.1
ROIC (%)	9.0	0.5	-8.7	3.3	9.2

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	29.5	60.9	-32.8	104.0	43.3
P/B	1.9	1.6	4.9	4.7	4.3
EV/EBITDA	15.5	30.1	-64.2	43.8	26.7
P/S	2.3	1.8	5.4	4.3	3.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	16.6	-1.2	-12.0	25.5	12.0
영업이익 증가율	31.1	-93.9	적전	흑전	126.2
세전이익 증가율	-37.1	-67.9	적전	흑전	176.3
지배주주순이익 증가율	-34.8	-62.5	적전	흑전	140.4
EPS 증가율	-34.8	-62.5	적전	흑전	140.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	55.2	41.7	91.6	89.4	82.3
유동비율	110.9	109.3	93.7	105.0	124.8
순차입금/자기자본	14.9	24.6	69.3	58.8	43.1
영업이익/금융비용	8.3	0.5	-10.3	2.5	5.7
총차입금 (십억원)	63.6	56.2	114.7	114.7	114.7
순차입금 (십억원)	28.6	44.6	104.2	92.5	75.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	392	147	-709	224	539
BPS	6,033	5,708	4,736	4,954	5,479
SPS	4,933	4,875	4,288	5,381	6,027
DPS	0	0	0	0	0

바이넥스 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	78.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	97.1%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	21.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	2.9%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	00.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	