제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(053030)

바이넥스

BUY(유지)

이익 성장 모멘텀 부각

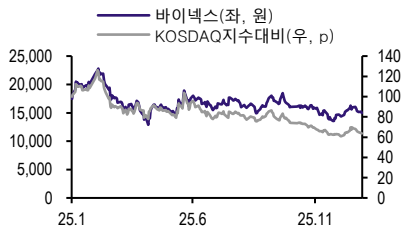
목표주가	21,000원(하향)
현재주가(12/30)	14,980원
상승여력	40.2%
시가총액	490십억원
발행주식수	32,684천주
52주 최고가 / 최저가	22,800 / 12,890원
3개월 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	5.1%
주요주주	
바이넥스홀딩스 (외 3인)	10.8%
광동제약 (외 2인)	5.0%
자사주 (외 1인)	2.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.3	-8.3	-7.0	-18.3
상대수익률 (KOSDAQ)	0.9	-18.2	-25.4	-54.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	155	130	176	214
영업이익	1	-31	3	17
EBITDA	11	-18	16	30
지배주주순이익	5	-35	2	14
EPS	147	-1,073	67	446
순차입금	45	37	85	89
PER	60.9	n/a	222.2	33.6
PBR	1.6	3.3	2.8	2.6
EV/EBITDA	30.1	n/a	36.4	19.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	2.5	-19.3	1.2	7.7
컨센서스 영업이익	-	-	9	33
컨센서스 EPS	-	-	294	826

주가추이



2026년 연결 매출액 2,140억원, 영업이익 171억원 전망

2023년 하반기부터 지속되었던 바이넥스의 연결 영업적자가 2025년 1분기 흑자전환에 성공, 3분기까지 흑자 흐름을 이어가고 있는 상황이다(2025년 3분기 연결 매출액/영업이익: 453.6억/2.4억원). 셀트리온 향 바이오시밀러 상업 생산이 본격화하며 이익 창출에 큰 기여를 하였으며 2025년 6월 추가 수주한 임상 품목 2개 생산 또한 송도와 오송 신공장에서 모두 차질없이 진행될 것으로 예상, 향후 바이넥스의 영업이익 성장세에 긍정적인 기여를 할 것으로 본다. 확실해진 실적 턴어라운드 흐름 속 셀트리온 향 DS 품목 이외에도 160억원 상당의 글로벌 제약사 공급 계약, 200억원 규모 상용화 공급 계약 등 추가 신규 수주에 힘입어 향후 견조한 실적을 시현할 것으로 전망한다. 우리는 바이넥스의 2026년 매출액/영업이익을 2,140억/171억원(+22% YoY/+549% YoY, OPM: 8%), 2027년 연결 매출액/영업이익은 2,660억/346억원(+24% YoY/+102% YoY, OPM: 13%)으로 추정한다.

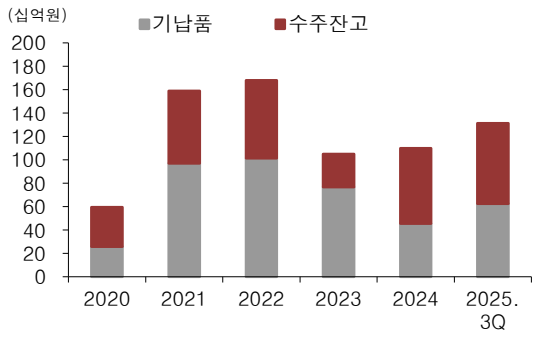
생물보안법 시행은 중장기 CDO 수주 호재

미국 생물보안법이 국방수권법에 포함되며 마침내 상하원 통과, 본격 시행을 앞두고 있는데 Wuxi Biologics를 포함한 중국 우려 기업들의 그간 CDO CAPA와 역량, 트랙 레코드를 보았을 때 상업화 CMO에 집중해왔던 국내 대형 CDMO 기업체들이 즉각적인 대체자로 부상할 가능성은 높지 않다고 예상한다. 생물보안법의 시행과 더불어 재편되게 될 글로벌 바이오 생태계에서 국내 CDMO들은 중장기적 수주 증가 수혜를 입게 될 것으로 보이는데 그 중 탄탄한 CDO 프로젝트 수주 경쟁력과 FDA 트랙 레코드를 보유하고 있는 바이넥스를 대표 수혜주로 전망한다(바이넥스 오송 공장 1만 리터 증설, 2026년 하반기 FDA 실사 예정).

바이넥스 투자의견 BUY, 목표주가 21,000원

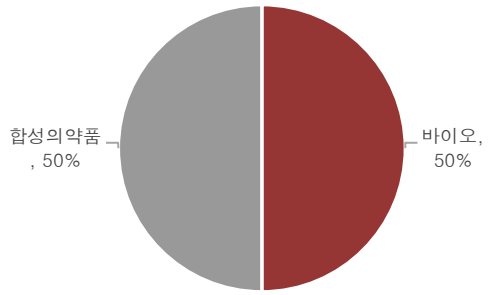
아시아권 중소형 CDMO 기업 중 독보적 CDO 역량과 글로벌 트랙 레코드를 보유하고 있으며, 생물보안법이 본격 시행됨에 따라 중장기 CDO 프로젝트 수주 전망이 밝은 바이넥스에 대하여 투자의견 BUY를 유지한다. 실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가는 기존 2.3만원에서 2.1만원으로 하향하지만 현재 EV/EBITDA 기준 부담스럽지 않은 구간으로 평가한다.

그림 1 바이넥스 바이오사업부 수주 추이



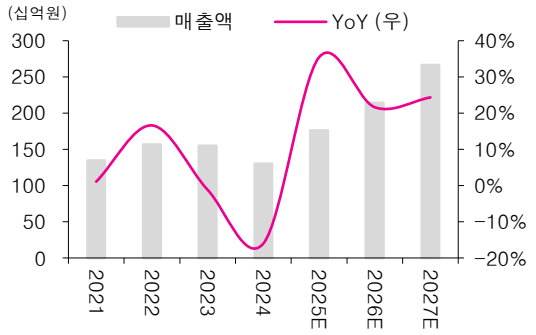
자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 바이넥스 사업별 매출 현황 (3Q25)



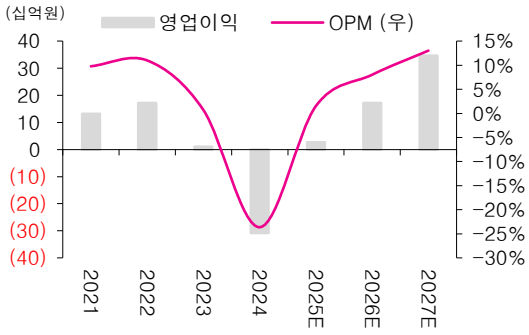
자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

그림 3 바이넥스 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 바이넥스 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

그림 5 바이넥스 CAPA 현황

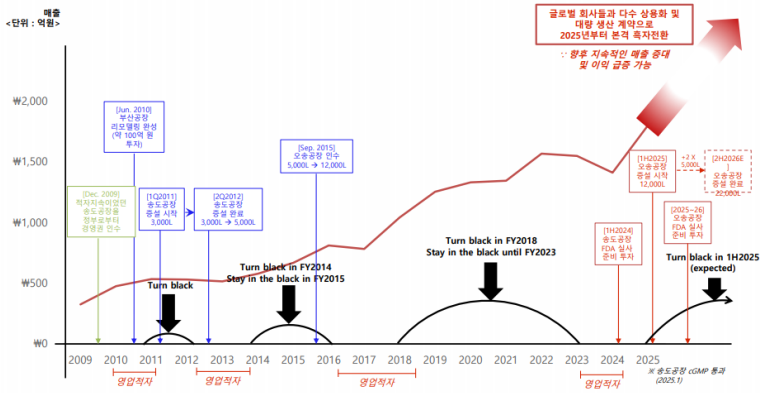
TYPE			Working Volume	LOCATION
SONGDO FACILITY	Drug Substance (Bulk)	Mammalian (4,500 L)	1 X 1,000 L (SUB)	Suite 1-1
			1 X 1,000 L (SUB)	Suite 1-2
			1 X 500 L (SUS)	Suite 2
			2 X 1,000 L (SUS)	Suite 5, Suite 6
		Microbial (500 L)	1 X 500 L (SUS)	Suite 3
	Drug Product (Fill/Finish)	Liquid Vial	7,200 vials/hr (available size : 2mL to 50mL)	Fill / Finish (Suite 4)
		Lyophilization	30,000 vials/lot (available size : 2mL to 50mL)	
		Pre-filled Syringe	22,000 syringes/hr (available size : 1mL to 3mL)	
OSONG FACILITY*	Drug Substance (Bulk)	Mammalian (7,000 L)	1 X 5,000 L (SUS)	Osong Facility
			2 X 1,000 L (SUS)	

자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 바이넥스 CDMO 공장 현황

자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

그림 7 바이넥스 - Capex 이후 본격 흑자 기조



자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

표 1 **바이넥스 - 글로벌 트랙 레코드**

DATE	DESCRIPTION
2025-2026	In preparation of FDA Inspection (Osong Site)
JAN. 2025	cGMP approval by US FDA (Songdo Site)
NOV.2021	Pre-approval Inspection by EMA (European Medicine Agency)
MAR.2021	Audit by European QP (Qualified Person)
NOV. 2020	Approved by Japanese PMDA (Pharmaceuticals and Medical Devices Agency)
JUN. 2020	Remote (online) audit by Europe QP (Qualified Person)
DEC. 2019	Audit for multinational pharma's product by European QP (Qualified Person)
MAY. 2018 / OCT. 2018	Audit by European QP (Qualified Person)
FEB. 2018	Post approval inspection by Japanese PMDA (Pharmaceuticals and Medical Devices Agency)
JUL. 2017	Approved by Japanese PMDA (Pharmaceuticals and Medical Devices Agency)
FEB. 2017	Audit by European QP (Qualified Person)
NOV. 2016	Approved by MFDS (GMP approval)
JUN. 2016	Audit by European QP (Qualified Person)
OCT. 2015	Approved by Turkish Ministry of Health
AUG. 2015	Audit by Nichi-Iko
JUN. 2015	Audit by European QP (Qualified Person)
MAR. 2014	Audit by Merck Serono
DEC. 2013	Audit by Nichi-Iko
OCT. 2013	Audit by Merck Serono
MAY. 2012 / DEC. 2012	Audit by Merck (MSD)
MAY. 2012	Audit by European QP (Qualified Person)
NOV. 2011	Audit by Sanofi
OCT. 2011	Audit by Nichi-Iko
JUL. 2011	Audit by European QP (Qualified Person)
MAY. 2011	Audit by Sanofi & Aprogen
APR. 2011 / MAY. 2011	Audit by Merck (MSD)
AUG. 2010	Audit by Samsung
MAR. 2009	Approved by MFDS

자료: 바이넥스, 흥국증권 리서치센터

표 2 바이넥스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
연결 매출액	176	214	266	319	377	448	529	635	762
연결 매출액 YoY	*35%*	*22%*	*24%*	*20%*	*18%*	*19%*	*18%*	*20%*	*20%*
연결 영업이익	3	17	35	54	72	90	116	146	175
영업이익률	*2%*	*8%*	*13%*	*17%*	*19%*	*20%*	*22%*	*23%*	*23%*
NOPLAT	2	14	28	42	55	69	90	112	121
(+) D&A	13	13	14	14	15	16	17	17	18
(-) Capex	15	18	20	20	20	30	30	35	35
(-) Change in working capital	-15	-12	-15	-16	-16	-16	-17	-17	-17
Free cash flows (FCF)	15	20	37	52	66	71	93	112	122
Discounted FCF	13	17	27	34	40	39	45	49	49
PV of FCF	313								
PV of terminal value	456								
Enterprise value	**769**								

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 바이넥스 목표주가 산정 SOTP Valuation

(십억원)		비고
바이넥스 value (A)	**769**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	87	FY25~26E 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**682**	
No. of total shares (m)	32.7	
NAV/Share (W)	20,879	
목표주가 (원)	**21,000**	
현재주가 (원)	14,980	
상승여력	40.2%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**155**	**130**	**176**	**214**	**266**
증가율 (Y-Y,%)	(1.2)	(16.0)	35.3	21.6	24.3
영업이익	**1**	**(31)**	**3**	**17**	**35**
증가율 (Y-Y,%)	(93.9)	적전	흑전	548.5	102.0
EBITDA	11	(18)	16	30	48
영업외손익	4	(8)	(0)	(0)	(0)
순이자수익	(1)	(2)	(4)	(7)	(10)
외화관련손익	(0)	0	(0)	0	0
지분법손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	5	(39)	2	17	34
당기순이익	**5**	**(35)**	**2**	**14**	**28**
지배기업당기순이익	**5**	**(35)**	**2**	**14**	**28**
증가율 (Y-Y,%)	(62.5)	적전	흑전	561.4	94.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.2	(1.1)	4.0	11.4	26.9
영업이익증가율(3Yr)	(59.9)	n/a	(46.4)	154.2	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(20.6)	n/a	(14.8)	40.2	n/a
순이익증가율(3Yr)	(10.3)	n/a	(44.5)	45.9	n/a
영업이익률(%)	0.7	(23.6)	1.5	8.0	13.0
EBITDA마진(%)	7.1	(14.1)	9.0	14.1	18.0
순이익률 (%)	3.0	(27.1)	1.2	6.7	10.4
NOPLAT	**1**	**(22)**	**2**	**15**	**28**
(+) Dep	10	12	13	13	13
(-) 운전자본투자	8	(13)	32	12	16
(-) Capex	8	10	19	16	18
OpFCF	(4)	(8)	(36)	(1)	7

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	74	93	107	165	236
현금성자산	12	29	12	55	105
매출채권	17	18	24	29	36
재고자산	28	31	42	51	63
비유동자산	183	187	198	205	213
투자자산	37	40	42	44	46
유형자산	122	126	137	144	152
무형자산	24	21	19	17	16
자산총계	**257**	**279**	**305**	**370**	**449**
유동부채	67	92	75	107	141
매입채무	13	18	20	22	27
유동성이자부채	51	61	45	74	103
비유동부채	8	6	54	72	90
비유동이자부채	6	5	52	70	88
부채총계	**76**	**98**	**129**	**179**	**231**
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	139	167	167	167	167
이익잉여금	47	21	26	40	67
자본조정	(20)	(22)	(32)	(32)	(32)
자기주식	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
자본총계	**181**	**182**	**177**	**191**	**218**
투하자본	197	188	225	243	266
순차입금	45	37	85	89	86
ROA	1.7	(13.1)	0.7	4.2	6.7
ROE	2.5	(19.3)	1.2	7.7	13.5
ROIC	0.5	(11.6)	1.2	6.2	11.0

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	147	(1,073)	67	446	866
BPS	5,708	5,549	5,397	5,831	6,675
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	60.9	n/a	222.2	33.6	17.3
PBR	1.6	3.3	2.8	2.6	2.2
EV/ EBITDA	30.1	n/a	36.4	19.2	12.0
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	23.9	n/a	88.6	18.0	12.0
PSR	1.8	4.6	2.8	2.3	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	41.7	53.8	73.0	93.9	105.8
Net debt/Equity	24.6	20.4	47.9	46.8	39.4
Net debt/EBITDA	407.7	n/a	535.5	296.4	180.0
유동비율	109.3	100.4	143.4	154.6	167.8
이자보상배율	1.5	n/a	0.7	2.4	3.4
이자비용/매출액	1.3	1.8	2.5	3.7	4.1
자산구조					
투하자본(%)	80.1	73.2	80.5	71.1	63.8
현금+투자자산(%)	19.9	26.8	19.5	28.9	36.2
자본구조					
차입금(%)	23.7	26.7	35.4	43.0	46.7
자기자본(%)	76.3	73.3	64.6	57.0	53.3

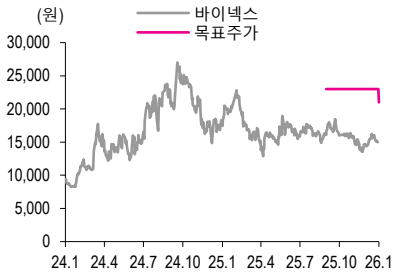
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**4**	**(9)**	**(26)**	**15**	**25**
당기순이익	5	(35)	2	14	28
자산상각비	10	12	13	13	13
운전자본증감	(4)	5	(30)	(12)	(16)
매출채권감소(증가)	7	(2)	(5)	(5)	(7)
재고자산감소(증가)	1	(5)	(11)	(9)	(12)
매입채무증가(감소)	(2)	3	3	3	4
투자현금	**(14)**	**(3)**	**(19)**	**(20)**	**(22)**
단기투자자산감소	2	9	2	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(1)	(2)
설비투자	(8)	(10)	(19)	(16)	(18)
유무형자산감소	(8)	(1)	(2)	(1)	(2)
재무현금	**(13)**	**30**	**30**	**47**	**47**
차입금증가	(13)	30	30	47	47
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(23)	18	(16)	42	50
총현금흐름(Gross CF)	**12**	**(14)**	**6**	**27**	**41**
(-) 운전자본증가(감소)	8	(13)	32	12	16
(-) 설비투자	8	10	19	16	18
(+) 자산매각	(8)	(1)	(2)	(1)	(2)
Free Cash Flow	(12)	(13)	(48)	(3)	5
(-) 기타투자	0	0	0	1	2
잉여현금	(12)	(13)	(48)	(4)	3

바이넥스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-09-01	담당자변경			
2025-09-01	Buy	23,000	(31.3)	(19.6))
2026-01-02	Buy	21,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286