바이넥스 053030

Analyst 하태기 | 에스테틱/헬스케어 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

오송공장 CAPA 증가에 주목한다

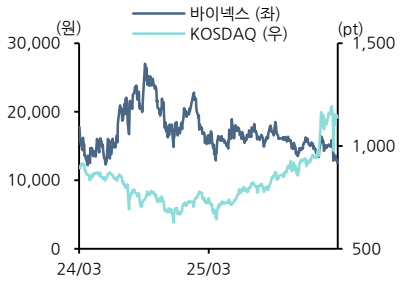
BUY 유지

목표주가 하향	22,000원
종가(26.03.17)	12,220원
상승여력	80.0%

Stock Data

KOSDAQ(03/17)	1,136.9pt
시가총액	3,994억원
액면가	500원
52주 최고가	18,930원
52주 최저가	12,220원
외국인지분율	4.1%
90일 일평균거래대금	45억원
주요주주지분율	
바이넥스홀딩스 (외 3인)	10.8%
유동주식비율	86.7%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2025년 바이오 CMO 매출 79.2% 증가한 817억원, 수익성 개선은 지연

2025년 연결 매출액은 29.6% 증가한 1,685억원, 영업적자가 45억원이었다. 2025년 연간 매출 중에서 바이오부문 매출은 79.2% 성장한 817억원으로 순조롭게 성장 중이다. 또한 송도공장에서 2025년부터 PPQ물량 생산도 본격 시작했다. 다만 2025년 상반기 영업 흑자로 전환했으나 **하반기에 송도공장 업그레이드를 위한 셧다운으로 원가율이 상승하고, 판관비가 증가하여 연간 영업 적자를 기록했다.** 2026년에는 바이오 CMO 매출이 증가하면서 영업흑자 전환이 가능할 전망이다.

2026년 바이오 부문 매출 안정적 성장, 2027년 매출 고성장 전망

첫째, 송도 공장에서 상업용 바이오 CMO 생산이 안정적으로 진행 중이다. 셀트리온향 앱토즈마에 대한 바이넥스의 상업용 매출이 2025년 상반기부터 본격 진행, 2026년에도 이어질 전망이다. 또한 셀트리온의 바이오시밀러 원료의약품(DS) 임상 물질 2종에 대한 생산도 진행 중이다. 2025년에 송도 공장이 cGMP 수준으로 업그레이드된 만큼 2026년에도 매출이 꾸준히 발생할 전망이다.

둘째, 오송 공장 상업 가동 물량이 증가할 것이다. 오송 공장에서 PPQ 물량 174억원과 158억원이 2025년 중에 생산, 매출로 인식했다. 추가로 2025년 6월말에 수주된 PPQ물량 162억원은 2026년 1분기까지 생산 중인 것으로 추정된다. 오송 공장에서 2026년 3분기에 EMA, 연말과 2027년 초에 FDA 공장 실사를 거치면 2027년에는 상업용 생산을 본격 시작할 것이다.

셋째, 글로벌 CMO 수주 가능성이 높아질 것이다. 오송 공장의 증설과 유럽 EMA/미국 FDA 승인 이후에, 생산 레퍼런스가 쌓이면 빅파마를 비롯한 해외 수주가 증가할 가능성이 높은 상황이다. 미국 생물보안법의 간접 효과와 최근 바이오 붐으로 바이오 의약품 CMO 수요가 최근 증가하고 있다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	155	1	5	147	60.9	30.1	1.6	2.5	n/a
2024	130	-31	-35	-1,073	n/a	n/a	3.3	-19.3	n/a
2025E	169	-5	-3	-101	n/a	54.2	2.3	-1.8	n/a
2026E	195	5	3	80	153.2	26.5	2.3	1.5	n/a
2027E	228	21	17	531	23.0	13.4	2.1	9.3	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

상업용 CMO 생산 증가 시 수익성도 개선될 전망

장기관점에서
송도공장 증설로
바이오 CMO 매출 증가,
수익성 개선 시점에 주목하자

바이넥스에 대한 최근 영업/투자 현황을 업데이트하면 다음과 같다.

첫째, 송도 공장 업그레이드, 상업용과 시료 생산 물량이 증가하고 있다. 송도 공장에 대해 2025년 4분기에 투자를 해서 1개월 15일 정도 송도공장을 셧다운하고 cGMP 수준으로 업그레이드했다. 따라서 2025년 4분기에 매출이 적게 잡히고, 인건비 증가 등으로 원가율도 높아지면서 큰 규모의 영업 적자가 발생했다.

2026년에는 다시 송도 공장 가동이 시작되면서 매출이 정상적으로 발생할 전망이다. 2025년 9월에는 글로벌 바이오기업과 208억원의 상용화 계약을 체결했기 때문에 2026년에 상업용 물량 생산이 이어질 전망이다.

또한 2026년에는 기존 신약 임상 시료 수주 물량과 셀트리온의 악템라 바이오시밀러(앱토즈마) 상업 생산이 지속될 전망이다. 2025년 6월에 수주한 셀트리온 바이오시밀러 DS임상 2종 시료에 대한 생산도 2026년에 기존의 임상 시료 물량보다는 훨씬 큰 규모로 송도 공장에서 1품목, 오송 공장에서 1품목으로 진행될 전망이다. 신규 수주도 증가하고 있어 송도 공장 가동률이 높아질 수 있는 분위기이다.

둘째, PPQ물량 생산을 통해 오송 공장도 가동률이 상승하고, 10,000L 공장 증설을 진행 중이다. 2024년 9월에 수주한 PPQ 물량 174억원과 2024년 11월에 수주한 PPQ물량 158억원은 2025년에 오송 공장에서 생산 공급된 것으로 추정된다. 2025년 6월말에 수주한 PPQ물량 162억원도 오송 공장에서 2026년 상반기까지 생산 공급될 것으로 추정된다. PPQ물량 생산 순서는 정확하지 않다. 향후 진행 과정이 순조롭고, 준비 중인 오송 공장에 대한 유럽 EMA와 FDA 공장 실사(2026년 하반기~ 2027년 1분기 추정)를 거쳐서 PPQ물량이 빠르면 2027년에는 상업용 생산으로 전환될 수도 있을 것이다.

오송 공장 가동률이 올라가고 현재 수주가 증가하고 있다. 미래 수요에 대응하기 위해 오송 공장 증설이 진행되고 있다. 신규로 10,000L 공장, 즉 5,000L, 2개 line을 증설 중이다. 2026년 유럽 EMA와 미국 FDA 승인을 거쳐서 2027년부터 상업용 물량 생산이 본격 시작될 것이다. 앞으로 FDA 승인 공장의 생산실적 레코드가 축적되고, 이를 활용하여 글로벌 상업용 수주를 기대할 수 있게 될 것이다. 미국의 생물보안법의 영향이 간접적으로 미치면서 상업용 CMO 수요가 점차 증가하는 분위기이다. 최근 바이오 주가가 폭등하며 바이오 기업의 자금사정이 좋아졌다. 따라서 R&D도 증가하면서 신약 임상 시료 생산에 대한 수요도 증가하고 있다. 당초 예상했던 일정이 소폭 늦어진 감도 있지만 바이넥스의 바이오 CMO 매출 증가 트렌드가 시간이 경과할수록 더욱 뚜렷해질 것이다.

셋째, 상업용 물량 생산이 본격적으로 증가하면 영업이익률도 빠르게 개선될 전망이다. 악템라 바이오시밀러 CMO 매출이 발생하고, 오송 공장에서 PPQ 물량 생산이 증가하면서 바이오 CMO 매출이 빠르게 성장하고 있다. 2025년 상반기에 영업 흑자로 돌아섰으나 2025년 4분기에 일시적인 송도 공장 셧다운 효과로 영업적자가 발생했지만 2026년부터 다시 영업 흑자가 발생할 것으로 예상된다. 다만 공장 업그레이드에 따라 매출원가가 상승했다. 향후 상업용 CMO 생산이 본격화하면서 매출이 좀 더 증가하여 규모의 경제에 도달하면 영업이익률이 빠르게 개선될 수 있을 전망이다.

주가는 지금이 저점 수준, 실적 개선으로 점진적 주가 상승 기대

주가는 상업용 매출에 대한 기대감, 미국 FDA 송도 공장 실사, 미국의 생물보안법에 따른 수혜(기대) 등으로 상승세에 진입, 2024년 9월 말에 27,000원 대까지 상승했다. 2025년에 지속적으로 등락을 거듭했지만 하향 추세가 진행, 2026년 3월 현재 12,000원대에서 횡보 중이다.

주가가 장기간 조정 국면에 머물고 있는 것은 매출 증가와 영업이익 증가가 예상보다 더디기 때문이다. 특히 **2025년 4분기에 송도 공장 업그레이드를 위한 셧다운 효과로 영업 적자가 발생한 영향이 컸다.**

그러나 2026년에는 송도 공장이 정상적으로 상업용 CMO 생산 물량이 증가하고, 오송 공장 PPQ물량 생산도 지속되면서 매출이 안정적으로 증가할 것이다. 규모는 크지 않지만, 영업 흑자도 가능한 상황이다.

따라서 크게 하락한 주가는 현재 수준을 저점으로 1~2분기 실적 발표와 함께 회복 국면으로 전환될 가능성이 있어 보인다.

그런데 바이넥스의 본격적인 매출 증가는 오송 공장에 대한 증설 완료와 미국 FDA 승인 이후에 이루어질 가능성이 높다. 즉 오송 공장에서 CAPA를 늘리고 대규모 상업용 CMO 생산이 이루어지는 시점에서 큰 폭의 매출 증가가 가능할 것이다. 이 시점에 전후부터 주가가 본격 상승할 수도 있을 것이다.

앞으로 2026년에 기대되는 주가 모멘텀 발생 이벤트와 일정에 대해 시나리오를 그려보면 다음과 같다.

첫째, 상반기 매출 증가와 영업 흑자 발생 시, 주가가 점진적으로 회복할 가능성이 있다.

둘째, 3분기쯤 송도 공장에 대해 유럽 EMA 실사와 승인이 이루어질 경우 주가 상승 모멘텀을 기대할 수 있을 것이다.

셋째, 2026년 연말이나 2027년 1분기에 오송 공장에 대해 미국 FDA 실사와 승인이 이루어질 때 주가가 강하게 상승할 수 있을 것이다.

넷째, 그 외에도 주기적으로 의미 있는 물량의 수주 계약이 이루어질 때 주가는 긍정적인 반응을 보일 것이다.

장기적으로는 동사가 오송 공장 증설로 글로벌 빅파마 생산 레퍼런스를 쌓으면서 국내외 빅파마의 수주 가능성이 높아질 때 주가는 가파르게 상승할 수 있는 시나리오를 그려 볼 수 있겠다.

표 1. 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

구분	2018	2021	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4Q	2025	1QE	2QE	3QE	4QE	2026E
매출액	1,253	1,344	1,567	1,548	1,301	**398**	**445**	**454**	**388**	**1,685**	**442**	**523**	**534**	**447**	**1,947**
(증감률)	60.6%	1.1%	16.6%	-1.2%	-16.0%	33.9%	41.5%	37.8%	8.0%	29.6%	11.2%	17.5%	17.8%	15.3%	15.6%
바이오	297	573	669	611	456	**178**	**231**	**240**	**168**	**817**	**214**	**300**	**312**	**218**	**1,044**
(증감률)			16.8%	-8.7%	-25.4%	107.0%	117.9%	85.0%	95.0%	79.2%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	27.8%
분석센터 매출		12	12	11	5	-	**3**	**2**	**2**	**7**	**3**	**2**	**3**	**4**	**12**
합성의약품 등	956	759	886	926	845	**220**	**214**	**214**	**220**	**868**	**229**	**223**	**222**	**229**	**903**
(증감률)		-9.8%	16.7%	4.6%	-8.8%	4.2%	2.6%	1.2%	2.4%	2.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

자료: 바이넥스, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산				2025				2026E
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	398	445	454	388	442	523	534	447
영업이익	6	10	2	-63	4	16	21	4
세전이익	0	7	-2	-62	0	10	16	1
순이익	-	14	-10	-37	0	10	16	1
YoY(%)								
매출액	33.9	41.5	37.8	8.0	11.2	17.5	17.8	15.3
영업이익	흑전	흑전	흑전	적지	-18.3	53.5	783.3	흑전
세전이익	흑전	흑전	적지	적지	적전	44.7	흑전	흑전
순이익	적지	흑전	적지	적전	적지	-28.5	흑전	흑전

자료: 바이넥스, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션 (억원, 배)

2026년 자기자본	1,738	
적정 PBR	4.0	삼성바이오로직스 2026년 PBR 5.1배(컨센서스) 수준 참고 하향 조정
기업가치 합계	6,952	
발행주식수㈜	32,684,188	
자기주식수㈜	836,512	
유통주식수㈜	31,847,676	
적정주가(원)	21,828	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**73.7**	**92.6**	**109.9**	**119.7**	**143.3**
현금 및 현금성자산	8.2	25.7	29.3	40.2	57.5
매출채권	16.7	17.6	17.0	17.2	20.0
재고자산	28.3	31.0	31.9	29.4	31.5
비유동자산	**183.3**	**186.8**	**195.6**	**191.4**	**188.5**
관계기업투자등	28.5	30.9	35.3	35.3	35.3
유형자산	122.1	125.9	134.6	131.0	128.5
무형자산	23.8	21.1	18.8	18.0	17.2
자산총계	**257.0**	**279.4**	**305.5**	**311.1**	**331.8**
유동부채	**67.4**	**92.2**	**73.5**	**76.5**	**80.2**
매입채무	12.5	17.6	17.0	19.6	22.8
단기금융부채	50.7	61.2	46.2	46.2	46.2
비유동부채	**8.2**	**5.6**	**60.7**	**60.8**	**60.9**
장기금융부채	5.6	4.9	58.8	58.8	58.8
부채총계	75.7	97.8	134.2	137.3	141.1
지배주주지분	**181.3**	**181.4**	**171.0**	**173.6**	**190.5**
자본금	15.9	16.3	16.3	16.3	16.3
자본잉여금	138.6	166.6	166.6	166.6	166.6
이익잉여금	46.7	20.7	20.3	22.8	39.7
비지배주주지분	**0.0**	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**
자본총계	**181.3**	**181.6**	**171.3**	**173.8**	**190.7**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**154.8**	**130.1**	**168.5**	**194.7**	**227.5**
매출원가	97.9	108.8	123.4	140.2	143.8
매출총이익	56.9	21.3	45.1	54.5	83.7
판매비와 관리비	55.9	52.0	49.6	49.9	62.9
영업이익	**1.0**	**-30.8**	**-4.5**	**4.6**	**20.7**
EBITDA	10.9	-18.3	8.7	17.4	33.2
금융손익	-0.9	-1.2	-2.9	-1.9	-1.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.8	-7.0	1.6	-0.1	0.3
세전계속사업이익	**4.9**	**-38.9**	**-5.7**	**2.6**	**19.2**
계속사업법인세비용	0.3	-3.7	-2.4	0.0	1.9
당기순이익	4.6	-35.2	-3.3	2.6	17.3
지배주주순이익	**4.7**	**-35.1**	**-3.2**	**2.5**	**16.9**
매출총이익률 (%)	36.8	16.4	26.8	28.0	36.8
영업이익률 (%)	0.7	-23.6	-2.7	2.4	9.1
EBITDA 마진률 (%)	7.1	-14.1	5.2	9.0	14.6
세전이익률 (%)	3.2	-29.9	-3.4	1.3	8.4
지배주주순이익률 (%)	3.0	-27.0	-1.9	1.3	7.4
ROA (%)	1.7	-13.1	-1.1	0.8	5.3
ROE (%)	2.5	-19.3	-1.8	1.5	9.3
ROIC (%)	0.5	-11.6	-1.6	1.6	9.3

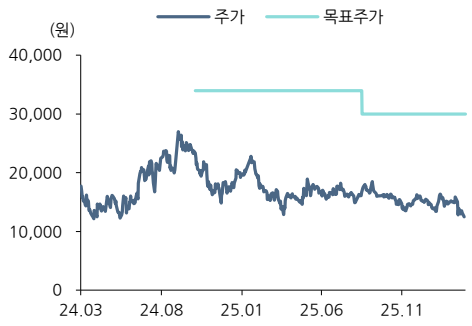
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**3.8**	**-9.4**	**-17.7**	**19.6**	**27.0**
당기순이익(손실)	4.6	-35.2	-3.3	2.6	17.3
현금수익비용가감	7.3	21.0	3.6	12.9	12.2
유형자산감가상각비	7.2	8.7	9.5	9.5	9.3
무형자산상각비	2.6	3.7	3.8	3.3	3.2
기타현금수익비용	-2.6	8.3	-9.7	0.0	-0.3
운전자본 증감	-3.5	5.3	-16.2	4.2	-2.4
매출채권의 감소(증가)	7.0	-2.1	1.6	-0.1	-2.9
재고자산의 감소(증가)	0.6	-5.1	-1.2	2.5	-2.0
매입채무의 증가(감소)	-2.3	3.3	0.1	2.6	3.3
기타영업현금흐름	-8.8	9.2	-16.6	-0.8	-0.8
투자활동 현금흐름	**-14.2**	**-2.9**	**-16.6**	**-8.7**	**-9.7**
유형자산 처분(취득)	-7.7	-10.4	-16.8	-5.8	-6.8
무형자산 감소(증가)	-8.4	-1.0	-1.9	-2.5	-2.5
투자자산 감소(증가)	1.8	9.4	2.3	-0.1	-0.1
기타투자활동	0.2	-0.9	-0.2	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	**-12.6**	**29.8**	**37.8**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	-12.6	29.8	37.8	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
현금의 증감	**-23.0**	**17.6**	**3.5**	**10.9**	**17.3**
기초현금	31.1	8.2	25.7	29.3	40.2
기말현금	8.2	25.7	29.3	40.2	57.5

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	60.9	-17.1	-121.6	153.2	23.0
P/B	1.6	3.3	2.3	2.3	2.1
EV/EBITDA	30.1	-34.7	54.2	26.5	13.4
P/S	1.8	4.6	2.4	2.1	1.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율	-1.2	-16.0	29.6	15.6	16.8
영업이익 증가율	-93.9	적전	적지	흑전	351.4
세전이익 증가율	-67.9	적전	적지	흑전	639.8
지배주주순이익 증가율	-62.5	적전	적지	흑전	565.8
EPS 증가율	-62.5	적전	적지	흑전	565.8
안정성 (%)					
부채비율	41.7	53.8	78.4	79.0	74.0
유동비율	109.3	100.4	149.5	156.5	178.7
순차입금/자기자본	24.6	20.4	42.7	35.8	23.5
영업이익/금융비용	0.5	-13.4	-1.3	1.8	8.2
총차입금 (십억원)	56.2	66.0	105.0	105.0	105.0
순차입금 (십억원)	44.6	37.1	73.2	62.2	44.8
주당지표 (원)					
EPS	147	-1,073	-101	80	531
BPS	5,708	5,549	5,233	5,311	5,828
SPS	4,875	3,979	5,155	5,957	6,961
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

바이넥스 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-02	Buy	30,000	1년	-48.9	-38.4
2026-03-18	Buy	22,000	1년		

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 하시기 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 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	