

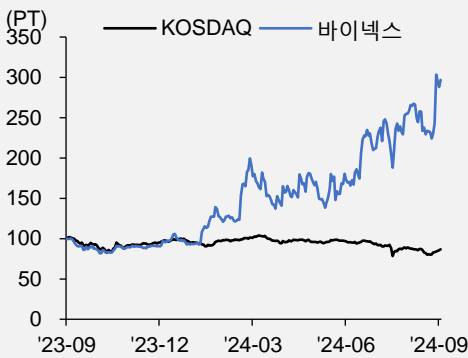
CTT

Company Report 2024.09.25

Not Rated

목표주가	- 원
현재주가	26,400 원
Upside	- %
Key Data	2024년 9월 24일
산업분류	코스닥 제조
KOSDAQ (pt)	767.35
시가총액 (억원)	8,385
발행주식수 (천주)	31,761
외국인 지분율 (%)	5.2
52 주 고가 (원)	27,000
저가 (원)	7,280
60 일 일평균거래대금 (십억원)	74.5
주요주주	(%)
바이넥스홀딩스 외 2인	11.1

상대 주가 추이



CTT Reserch

E-mail: 777@cttresearch.co.kr

Telegram: t.me/CTTResearch

바이넥스(053030)

5,000L 다 찾고, 이제 증설이다!

8 월말 신규 상업 생산 계약완료, 오송공장 5,000L 도 부족하다

9 월 24 일 174 억 규모의 바이오의약품 대량 상용화 생산을 위한 PPQ 공급계약 공시가 있었다. 연말쯤 기대했던 신규 고객사와의 마스터 계약이 무려 3~4 개월 빠른 8 월말에 성사되었고, 계약 이후 첫번째 수주 공시로 오송공장 상업 생산의 시작을 알리는 점에서 의미가 크다. 이번 수주는 테스트 물량 생산을 위한 것으로 1Q25 매출액에 대부분 인식될 전망이다. 신규 고객사는 글로벌 Top tier 바이오시밀러(BS) 기업으로 해외 CDMO 에서 상업 생산 중인 복수의 품목들을 동사의 오송공장으로 이전 생산하게 될 것이다. 이에 PPQ 공급계약이 추가로 이어질 것으로 기대된다. 본격 상업 생산은 2H25 시작될 전망이다. 또, 계약된 상업 생산 물량은 오송공장의 총 7,000L 중 5,000L 전부와 1,000L 1 개 라인을 사용하고도 초과하는 큰 물량이라 근시일내 오송공장을 확장하는 형태의 증설이 있을 것으로 예상된다. 증설비용은 자체 운영자금으로 충당할 것으로 추정된다.

Capa 의 70%를 상업화 물량으로 확보, 추가로 이어질 모멘텀도 풍부

송도공장 2,000L 에서 셀트리온의 악템라 BS 상업생산과 오송공장 6,000L + α 에서 신규고객의 복수 품목 상업 생산으로 전사 OPM 이 30%를 넘어서는 것은 시간문제이다(동물 세포 총 Capa 11,500L 중 8,000L 이상을 상업 생산 물량으로 확보). 추가로 4Q24 송도공장에서 상업 생산 시작, 복수의 PPQ 추가 수주, 오송공장 확장 증설, FDA/EMA cGMP 인증, 생물보안법 통과, 셀트리온 악템라 BS 미국/유럽 판매 허가 등 동사의 실적과 밸류에이션을 리레이팅 시킬 모멘텀들이 풍부하게 대기 중이다.

BS Top 2 기업이 탐내는 오송 추가공장 증설, 전략적 제휴 기대

기존 공장의 확장 증설과 별개로 오송공장 유휴부지에 신공장 증설에 대해 셀트리온과 신규고객사 모두 탐내고 있는 상황이다. 특히, 셀트리온은 CDMO 사업 진출을 선언하며 적극적인 M&A 를 진행하겠다는 의지를 밝힌 바 동사와의 전략적 제휴 가능성이 커지고 있다. 신규 고객사도 마스터 계약을 통해 동사를 국내 유일 신뢰할 수 있는 CDMO 임을 인정했고, 신규 공장을 선점하려는 의지가 강한 것으로 파악된다. 신규 공장 증설은 2H25 경 구체화될 것으로 예상되고, 증설 자금은 고객사의 지원이 있을 것으로 예상된다.

구분	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (억원)	1,253	1,330	1,344	1,567	1,548
영업이익 (억원)	113	161	131	172	10
영업이익률 (%)	9.0	12.1	9.8	11.0	0.7
지배순이익 (억원)	85	64	191	124	47
PER (배)	29.5	131.5	25.3	29.5	60.9
PBR (배)	1.6	4.9	2.7	1.9	1.6
ROE (%)	5.5	3.8	10.8	6.7	2.5
EPS (원)	268	202	601	392	147

자료: CTT Research, K-IFRS

빨라진 추가 상업 생산 계약과 증설효과

동사로 물리는 수요

예상보다 빨라진 오송공장 5,000L 에 대한 상업생산 계약으로 실적 성장 속도가 빨라질 것으로 전망된다. 또, 두가지 형태의 증설(1. 기존 공장 확장 증설, 2. 유희부지에 신규공장 증설) 역시 예상보다 빠르게 진행될 것으로 추정된다. 증설은 고객사의 물량이 확보된 상황에서 진행되는 것으로 증설은 곧 확정적 실적 증가로 이어질 것이다. 국내에는 동사외에도 CDMO 들이 있지만 Top2 BS 기업이 모두 동사를 선택한 이유는 명확하다. 1) FDA/EMA cGMP 인증을 획득했는가, 2) 글로벌 대형 고객사를 보유하고 있는가, 3) 상업 생산 경험이 있는가 이 3 가지 요인을 충족하는 곳은 동사가 유일하기 때문이다. 더 이상 어설픈 CDMO 들과 비교하는 것은 의미가 없다.

그림 1. 바이넥스 생산능력

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, CTT Research

생물보안법 통과는 단가 인상으로 이어질 것

단가 인상

지난 8 월 19 일 발간한 리포트 '구조적 변화는 이미 시작됐다'에서 생물보안법 통과에 따른 실익에 대해 자세히 다뤘다. 핵심은 우시바이오로직스 등 중국 CDMO 의 물량이 동사로 넘어오게 될 경우 수익성이 높은 상업생산 물량만을 선별 수주할 예정이며, 여유 Capa 가 없을 시 기존 고객들을 대상으로 단가 인상을 진행할 수 있는 요인으로 작용하게 될 것이다. 자세한 내용은 8 월 19 일자 리포트를 참고하기 바란다.

표 1. 풍부한 모멘텀 타임라인

시점	주요 모멘텀
2024. 6	FDA 송도 공장 실사 완료
2024. 8~9	EMA 송도공장 실사 완료
2024. 8	신규고객 복수의 품목 상업 생산 계약 완료 (오송공장)
2024. 9	바이오횰약품 대량 상용화 생산을 위한 1개 품목 PPQ 공급계약
2024. 10~11	복수 품목 추가 PPQ 공급계약 예상
2024. 10~11	오송공장 확장 증설 예상
2024.10~11	셀트리온 CT-P47 상업 생산 시작 (송도공장)
2024.11~12	FDA cGMP, EU GMP 인증 획득
4Q24	생물보안법안 통과 예상
4Q24	생산 단가 인상
4Q24	영업이익 흑자전환
1H25	셀트리온 CT-P47 미국/유럽 동시 출시
2H25	신규고객 상업 생산 물량 가동 시작 (오송공장)
4Q26	오송공장 신규 공장증설 투자(Capa up) 예상

자료: CTT Research

표 2. 실적 추이

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
상업 생산 품목	-	-	-	0.25	1.25	3+
매출액	134.4	156.7	154.8	162.0	234.0	314.8
합성의약품	75.9	88.5	92.6	94.5	96.5	97.3
바이오 CMO	58.4	68.1	62.2	67.5	137.5	217.5
영업이익	13.1	17.2	1.0	(3.2)	36.4	75.2
OPM	9.8%	11.0%	0.7%	-2.0%	15.6%	23.9%
지배순이익	19.1	12.4	4.7	(3.5)	31.0	64.2
y-y						
매출액	1.1%	16.6%	-1.2%	4.6%	44.4%	34.5%
합성의약품	-9.7%	16.6%	4.6%	2.1%	2.1%	0.8%
바이오 CMO	19.7%	16.6%	-8.6%	8.4%	103.8%	58.2%
영업이익	-18.8%	31.1%	-93.9%	적전	흑전	106.6%

자료: CTT Research

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
자산총계	2,028	2,701	2,725	2,984	2,570
유동자산	738	1,187	1,083	1,090	737
현금및현금성자산	185	506	501	311	82
단기금융자산	66	164	37	75	56
매출채권및기타채권	190	253	184	239	167
재고자산	148	178	229	291	283
비유동자산	1,289	1,514	1,642	1,895	1,833
장기금융자산	327	522	511	477	296
관계기업등투자자산	16	17	0	0	0
유형자산	924	934	993	1,200	1,221
무형자산	10	26	102	183	238
부채총계	414	961	913	1,061	757
유동부채	378	270	327	983	674
단기차입부채	232	122	52	546	479
기타단기금융부채	0	0	0	74	27
매입채무및기타채무	118	115	142	165	125
비유동부채	36	691	586	79	82
장기차입부채	2	446	453	15	56
기타장기금융부채	0	196	57	0	0
자본총계*	1,614	1,740	1,812	1,923	1,813
지배주주지분*	1,605	1,732	1,804	1,916	1,813
비지배주주지분	9	8	8	7	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동으로인한현금흐름	108	199	286	171	38
당기순이익	84	63	190	124	46
현금유입(유출)이없는수익(비용)	133	170	20	149	73
자산상각비	91	57	60	83	99
영업자산부채변동	-104	-36	77	-95	-35
매출채권및기타채권감소(증가)	-14	-54	72	-51	70
재고자산감소(증가)	-22	-30	-55	-59	6
매입채무및기타채무증가(감소)	20	-2	12	15	-23
투자활동현금흐름	-24	-282	-138	-391	-142
투자활동현금유입액	99	161	218	9	25
유형자산	0	0	13	0	1
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	124	443	356	400	166
유형자산	88	77	118	259	77
무형자산	2	18	79	105	84
재무활동현금흐름	-29	408	-154	32	-126
재무활동현금유입액	1	652	52	113	299
단기차입부채	0	100	50	47	299
장기차입부채	0	550	0	66	0
재무활동현금유출액	30	244	206	81	425
단기차입부채	30	5	120	50	132
장기차입부채	0	239	31	31	293
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-0	-4	0	-1	-0
현금변동	54	321	-5	-189	-230
기초현금	131	185	506	501	311
기말현금	185	506	501	311	82

자료: Dart

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	1,253	1,330	1,344	1,567	1,548
매출원가	685	699	744	862	979
매출총이익	568	630	600	705	569
판매비와관리비	455	469	469	533	559
영업이익	113	161	131	172	10
EBITDA	203	218	191	255	109
비영업손익	-7	-99	111	-19	39
이자수익	4	3	5	8	11
이자비용	21	14	17	21	20
배당수익	0	0	2	2	2
외환손익	1	-4	2	9	-2
관계기업등관련손익	1	1	10	0	-0
기타비영업손익	10	-85	109	-17	48
세전계속사업이익	106	62	242	152	49
법인세비용	22	-1	52	29	3
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	84	63	190	124	46
지배주주순이익*	85	64	191	124	47
비지배주주순이익	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익	24	51	-56	-13	-155
총포괄손익	108	115	134	111	-110

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원, 배, %)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
주당지표 및 추가배수					
EPS*	268	202	601	392	147
BPS*	5,057	5,457	5,681	6,033	5,708
CFPS	340	627	901	537	119
SPS	3,946	4,189	4,232	4,933	4,875
EBITDAPS	641	687	602	802	344
DPS (보통, 현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	29.5	131.5	25.3	29.5	60.9
PBR*	1.6	4.9	2.7	1.9	1.6
PCFR	23.3	42.3	16.9	21.5	75.2
PSR	2.0	6.3	3.6	2.3	1.8
EV/EBITDA	12.3	38.8	25.2	15.2	29.9
재무비율					
매출액증가율	20.4	6.2	1.1	16.6	-1.2
영업이익증가율	63.9	43.1	-18.8	31.1	-93.9
지배주주순이익증가율*	35.3	-24.2	199.7	-35.0	-62.9
매출총이익률	45.3	47.4	44.6	45.0	36.8
영업이익률	9.0	12.1	9.8	11.0	0.7
EBITDA이익률	16.2	16.4	14.2	16.3	7.1
지배주주순이익률*	6.7	4.8	14.2	7.9	3.0
ROA	5.7	6.8	4.8	6.0	0.4
ROE	5.5	3.8	10.8	6.7	2.5
ROIC	7.7	13.8	8.0	9.2	0.6
부채비율	25.7	55.2	50.4	55.2	41.7
차입금비율	14.5	32.6	27.8	29.2	29.5
순차입금비율	-0.7	2.5	-1.1	11.2	23.3

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 금융투자분석사의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.