



| 제약·바이오 |

바이넥스(053030.KQ)

Buy Next? Buy Now!

2027 Preview: '27년도, 동사는 '25년 대비 37.2% 증가한 2,477억 원의 매출을 기록할 전망이다. 최근 개시된 CDMO 상업 생산이 본격화되며, '25년도 흑자전환과 '27년도 24.1%의 OPM을 기록할 전망이다. '26년 예정된 CAPA 증설은 실적 개선을 안정적으로 뒷받침할 것이다.

[Purpose of the Report]

본 보고서의 작성 목적은 저평가 수혜주를 발굴하고, 합리적인 Upside를 제시하는 것이다. '26년부터 생물보안법으로 국내 중소형 CDMO의 실적 개선이 가시화될 것이나, 관련 종목에서 놀림 현상이 포착된다. 바이넥스는 cGMP 인증 공장을 통해 상업 생산 수요를 효과적으로 흡수함으로써, 펀더멘탈 개선과 리레이팅을 동시에 맞을 전망이다. 이에 본 팀은 해당 기업의 폭발적인 성장세를 정량적으로 입증하였다.

[Investment Point 1] 상업화로 나의 상승시기 시작했다

동사는 상업 생산 본격화로 '27년 매출 2,477억 원을 달성하며 폭발적인 성장 궤도에 진입할 전망이다. cGMP 인증 획득을 기반으로 시작된 셀트리온 애포즈마 상업 생산은 고마진 구조로의 체질 개선을 견인하고 있다. 또한 삼성바이오에피스와의 PPQ 계약이 상업 생산으로 전환되며 장기적이고 안정적인 매출원이 추가될 예정이다. 이러한 구조적 변화는 동사의 이익률을 획기적으로 개선시켜, '27년 21.7%의 OPM을 기록하는 등 사상 최대 실적을 이룰 것이다.

[Investment Point 2] 중국 Bye, Next는 바이넥스

동사는 미국 생물보안법 시행에 따른 반사 수혜로 신규 고객사를 확보하며 밸류에이션 리레이팅을 맞이할 전망이다. 미국의 중국 CDMO 기업 퇴출로 인한 공급망 공백은 cGMP 인증과 가격 경쟁력을 모두 갖춘 동사에게 기회로 작용하고 있다. 이에 따라 향후 추가적인 CDMO 수주가 예상되며, 구체적인 계약 체결에 따라 지속적으로 리레이팅 받을 것이다.

Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Historical Peer PER 방식을 채택하였다. 이에 따른 **목표주가는 30,900원**으로 **상승여력 111.1%**, **투자의견 BUY**를 제시한다.

Investment Fundamentals

(억원, 원 배)

FYE Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	1,548	1,301	1,805	2,287	2,477
영업이익	104	-3,075	1,376	4,576	5,376
순이익	459	-3,518	845	3,676	4,274
EPS	151	-1,126	278	1,212	1,409
PER	60.9	-17.1	55.7	12.8	11.0
PBR	1.5	3.2	2.6	2.5	2.3
OPM	0.7	-23.6	7.6	20	21.7
ROE	2.5	-19.3	4.8	19.9	21.3

투자의견	BUY
목표주가	30,900원
현재주가(11.28)	14,640원
상승여력	111.1%

Stock Data

KOSPI(11/28)	3,926.59
KOSDAQ	912.67
시가총액	4,785억 원
발행주식수(주)	32,684,188
52주 최고/최저(원)	23,250/12,800
외국인지분율(%)	5.06%
주요주주(%)	바이넥스 홀딩스 외 2인 10.76%
	공동제약 외 1인 5.01%
주가상승률(%)	1개월 -10.35% 6개월 -9.18% 12개월 -19.12%

Stock Price



Research Team 1

팀장	40기 박정훈	hoon030409@naver.com
팀원	40기 손지민	jiminson3385@gmail.com
	40기 최예림	choiyerim89@gmail.com
	41기 김두영	aa8601@naver.com
	41기 김민우	ehmnoostu49@naver.com
	41기 정임수	imsoocheong@naver.com

CONTENTS

I . Industry Analysis	2
II . Company Overview	4
III . Investment Point	6
1. 상업화로 나의 상승시기 시작했다	6
2. 중국 Bye, Next는 바이넥스	9
IV . Risk	11
V . Estimate Logic	13
VI . Valuation	16

I . Industry Analysis

CDMO붐은 온다

바이오 섹터는 생명공학 기술을 기반으로 생물의 기능과 정보를 활용해 부가가치를 창출하는 산업이며, 일반적으로 의약품의 개발·제조·판매를 영위하는 기업군을 포함한다. 섹터 내에는 신약 개발부터 상용화까지 전 사업을 수행하는 빅파마, 이들에게 신약 후보물질 혹은 플랫폼 기술을 L/O 형태로 이전하는 바이오텍, 그리고 이들의 의약품을 위탁 개발·생산하는 CDMO 기업이 존재한다.

본 팀은 이 중 CDMO 기업에 대한 주목할 것을 제안한다. 최근 바이오텍 기업은 대형 L/O 발표를 중심으로 급등을 경험했다. 특히 에이비엘바이오가 일라이릴리와 3.8조 원 규모의 L/O 계약을 체결한 후 일주일 동안 +70.9% 급등했고, 알테오젠, 리가캠바이오 등 국내 주요 바이오텍 3개사는 동기간 15.6%에 달하는 강한 주가 상승을 기록했다.

그러나 바이오텍 밸리는 지속 가능성이 낮다. '25년 수익률이 과도하게 높았던 만큼, 기대를 모았던 L/O가 지연되거나 성사되지 않으면, Sell On 가능성이 크다. 여기에 '26년 하반기 미국 주책가격 상승으로 금리 인하 사이클이 중단될 전망이며, 이에 자금 조달 부담이 큰 바이오 기업은 단가 인하를 위해 직접 제품을 생산하기보다 CDMO 활용을 늘릴 것으로 전망된다.

이에 더해 업황 개선 모멘텀으로 CDMO는 구조적 수혜를 맞을 전망이다. 미국의 생물보안법이 하원을 통과하며 중국 CDMO 활용이 제한될 가능성이 커졌고, 한·미 간 의약품 관세 부과 역시 공급망 재편을 유도하고 있다. 이러한 환경에서 한국 CDMO 기업의 반사수혜가 예상된다.

생물보안법은 국내 CDMO의 수혜 요인

특히 연내 미국 생물보안법이 입법화됨에 따라, 국내 CDMO 기업의 점유율 확대가 기대된다. 해당 법안은 미국 내 바이오 기업과 중국의 CDMO의 계약 체결을 금지하는 내용으로, 상원 통과 시 미국 빅파마의 중국 CDMO 활용이 사실상 차단된다. 현재 글로벌 빅파마의 44.7%가 미국에 집중되어 있으며 아시아 CDMO 시장의 32.0%를 중국 기업이 차지한다. 아시아 CDMO는 그동안 높은 단가 경쟁력이라는 공통된 장점을 기반으로 성장해왔기에, 중국이 경쟁 구도에서 이탈함에 따라 동일한 이점을 보유한 국내 CDMO사의 점유율 확대가 예상된다.

[자료 1-1] KOSPI와 KRX 헬스케어 주가 추이

(단위: Point)

[자료 1-2] 자료생물보안법 주요 내용



구분	주요 내용
규제 대상	우시애크, 우시바이오로직스 등 중국의 대표 바이오 기업 5개 그룹
제재 조치	해당 기업 서비스를 이용하는 회사와 미국 정부의 계약 체결, 보조금, 대출 금지
적용 범위	연방 기관뿐만 아니라, 미국 정부 지원을 받는 모든 민간 기업까지 거래 제한 확장

출처: Bloomberg, RFS Team 1

출처: Congress.gov, RFS Team 1

의약품 관세 및 IRA 시행으로 돋보일 중소형 CDMO

여기에 의약품 관세와 IRA가 더해지며, 국내 CDMO 중에서도 단가 경쟁력이 뚜렷한 중소형 기업에 수혜가 집중될 것이다. 의약품 관세에 대한 1차적인 합의가 완료되었으나, 여전히 바이오시밀러에 대한 관세는 미정이며 IRA 정책은 '26년 1월부터 즉시 시행된다. 이에 따라 제조 단가 인하를 위해 20~30% 저렴한 중소형 CDMO를 이용할 가능성이 높다.

바이오시밀러 관세 리스크로, 바이오텍은 중소형 CDMO와 선제적 계약을 체결할 전망이다. 미국은 무역확장법 232조를 근거로 바이오시밀러에 고율 관세를 부과할 수 있으며, 이 경우 최대 4.2조 원 규모의 대미 수출 감소가 예상된다. 의약품 산업은 9.6의 높은 가격탄력성을 보이고, 이를 고려하면 관세 부과 시 바이오 기업의 수익성 저하가 불가피하다. 해당 리스크는 국내 기업에 국한되지 않고 글로벌 바이오텍에도 적용된다. 또한 중소형 CDMO는 가용 CAPA가 제한적인 만큼, 계약 선점 경쟁이 불가피하다. 따라서 관세 부과 이전에, 비용 경쟁력이 높은 중소형 CDMO와의 계약 체결을 시도할 것이다.

IRA 시행 또한 중소형 CDMO의 수혜를 강화할 것으로 보인다. '26년 1월부터 IRA가 본격 시행되면서 CMS의 오리지널 의약품에 대한 가격 압박은 더욱 강해질 것이다. IRA는 오리지널 제품의 가격 인하를 초래할 뿐 아니라, 바이오시밀러의 출시가격에 하방 압력을 가한다. 이에 더해 향후 5년간 2,300억 달러 규모의 블록버스터 약물이 특허만료를 앞두고 있어, 빅파마와 바이오텍은 수익성을 방어해야 한다. 이러한 환경에서 **중소형 CDMO가 20~30% 저렴하다는 점은 확실한 선택 요인으로 작용할 전망이다.**

공장 인증 여부가 수요를 결정

중소형 CDMO 중 글로벌 인증 공장을 확보한 기업만이 증가하는 수요를 실적으로 반영할 수 있다. CDMO사는 의약품의 판매를 위해 각 규제 기관으로부터 공장 상태에 대한 인증을 받아야 하며, 이를 GMP라고 부른다. 특히 글로벌 제약 시장의 53.2%를 차지하는 미국 진출을 위해서는 FDA cGMP가, 유럽 시장 진입을 위해서는 EU-GMP가 필수다. 이러한 인증은 해당 시장 수출을 위한 최소 요건으로 작용하기에 CDMO의 수혜 여부를 결정할 것이다.

Top Pick: 바이넥스(053030.KQ)

이에 본 팀은 바이넥스를 Top Pick으로 선정했다. 동사는 지난 '25년도 1월 cGMP 인증을 획득했으며, 오송 공장에 10,000L의 신규 증설을 단행함으로써 증가한 수요에 대응할 전망이다. 또한, 기존 PPQ 물량인 삼성바이오에피스와 셀트리온의 의약품이 상업용 생산으로 전환됨에 따라 실적 개선이 본격화될 것으로 기대된다.

[자료 1-3] 제 232조 관세 시나리오별 제약 수출

(단위: M\$)

[자료 1-4] 아시아 중소형 CDMO 경쟁력 비교

구분	2024 년	관세 25%	관세 50%	관세 100%	관세 200%
한국(협상 O)	4,316	3,238	3,583	3,685	3,698
한국(협상 X)		1,462	1,619	1,666	1,672
중국	12,729	2,111	642	122	17

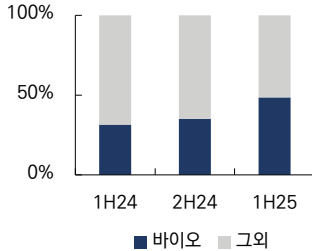
회사	국가	단가	추가 증설	cGMP	EU-GMP
바이넥스	한국	저	O	O	O
Toyobo Biologics	일본	저	X	X	X
AGC Biologics	일본	고	X	O	O
EirGenix	대만	중	X	O	O

출처: 한국제약바이오협회, RFS Team 1

출처: 각사, RFS Team 1

II. Company Overview

매출비중 변화



사업부문

동사는 cGMP 인증을 보유한 아시아 유일의 중소형 CDMO 기업이다. 바이오와 케미컬 의약품 사업을 영위하며, 매출 비중은 각각 49.6%와 48.3%다. 동사의 고객사로는 삼성바이오에피스, 셀트리온, 유한양행, 종근당 등이 존재한다.

바이오 사업은 CDMO 사업을 의미하며, 최근 상업 생산이 시작됨에 따라 동사의 실적 개선을 견인할 전망이다. CDMO는 의약품의 위탁 생산 전과정을 의미한다. 당초 동사는 상업 생산 직전의 단계인 PPQ 생산까지만 수행했다. 그러나 '25년 4월 첫 상업 생산을 시작했으며, 향후 고객사 확대가 예상된다. PPQ 대비 상업 생산의 OPM이 약 10배인 점을 고려하면, 수익성 확대가 두드러질 것이다.

바이오 사업부문

동사의 CDMO 생산능력은 총 12,000L로, 대형 CDMO의 기준인 100,000L에 미치지 않아 중소형 CDMO로 분류된다. 이러한 규모는 대규모 대량생산보다는 특정 파이프라인 중심의 상업 생산 대응에 적합하다. 상술했듯, 생물보안법, 의약품 관세, IRA 정책 등으로 중소형 CDMO의 수혜가 전망되며, 동사가 주목받을 환경이 마련되었다.

동사의 송도 공장은 '25년도 1월 말 FDA의 cGMP 인증을 확보했다. 이후 해당 공장에서 생산하는 의약품을 미국에서 판매할 수 있게 되었으며, 이에 따라 상업 생산의 가시성이 높아졌다. 실제로, '25년도 4월부터 셀트리온 앵토즈마의 상업 생산을 수행하고 있으며, 향후 추가적인 CDMO 계약이 예상된다.

오송 공장 또한 '26년 FDA 실사와 10,000L 증설이 예정돼 있다. 증설 완료 시 해당 공장의 CAPA는 17,000L로 확대되며, 전사의 생산능력은 기존 12,000L에서 22,000L로 증가한다. 이에 더해 FDA 실사로 cGMP를 획득하게 되면, 전방 산업의 중소형 CDMO 수요를 소화할 전망이다.

케미컬 사업부문

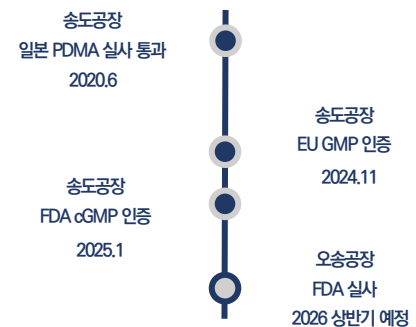
케미컬 사업부는 점안제, 정장제, 순환기계 치료제 등 제네릭 기반 제품을 제조·판매한다. 특히 정장제의 경우, 100%의 시장 점유율을 보유하고 있으며, 그 외 제품의 경우에도 소수 플레이어가 점유 중인 시장이기에 안정적인 시장점유율을 유지 중이다. 케미컬 사업부의 매출 비중은 48.3%이며, 등락이 크지 않기에 안정적인 매출처로 기능한다.

[자료 2-1] 바이오 사업부 CAPA

TYPE			Working Volume
송도 공장	Drug substance(Bulk)	Mammalian(4,500L)	1 X 1,000L(SUB)
			1 X 1,000L(SUB)
			1 X 500L(SUS)
			2 X 1,000L(SUS)
	Microbial(500L)	1 X 500L(SUS)	
	Drug Product(Fill/Finish)	Liquid Vial	7,200 vials/hr
		Lyophilization	30,000 vials/lot
Pre-filled Syringe		22,000 syringess/hr	
오송 공장	Drug Substance(Bulk)	Mammalian(7,000L)	1 X 5,000L(SUS)
			2 X 1,000L(SUS)

출처: Dart, RFS Team 1

[자료 2-2] 바이넥스 Track Record



출처: 동사 IR, RFS Team 1

주가 분석

동사의 주가는 글로벌 바이오 업황과 테마성 모멘텀, 그리고 개별 기업 이슈에 따라 국면별로 상이한 흐름을 보여왔다. 업황 호황기에는 CDMO 섹터 전반의 리레이팅과 함께 주가가 급등했으나, 업황 둔화기에는 실적과 무관하게 디레이팅이 발생하는 양상이 반복되었다. 그러나, 상업 생산 개시로 전사의 수익성이 개선될 것이며 이에 따른 리레이팅이 기대된다.

‘16~‘19년 동사는 CDMO 전환 초기 단계에 머물며 장기간 저평가 국면을 벗어나지 못했다. 상업 생산 이력 부족과 적자 지속으로 주가는 박스권에 머물렀으며, 시장에서는 동사를 실적이 동반되지 않는 기업으로 인식했다.

‘20년 코로나19 시기 스푸트니크 V 백신 CDMO 기대감이 부각되며 동사는 테마주로 인식되었다. 이에 따라 ‘20년 8월 주가는 YTM +396.6% 상승하며 신고가를 경신했으나, 이는 실적 개선보다는 테마 기반 기대감에 의해 주도된 상승이었다.

‘21년 이후 코로나 특수 종료와 함께 신규 수주 부진, 제조-품질 이슈가 복합적으로 작용하며 테마 프리미엄이 급격히 반납되었고, 주가는 ‘23년까지 하락했다. 이는 팬데믹 동안 과도하게 부여되었던 밸류에이션이 정상화되는 과정으로 해석된다.

그러나 ‘25년 이후 동사는 다른 국면에 진입하고 있다. 송도 공장이 FDA cGMP 인증을 획득하며 글로벌 진출이 본격화되었으며, 실제로 4월 셀트리온의 앵토즈마 상업 생산을 개시했다. 이외에도 2건의 상업 생산이 예정되어 있다. 아울러 상승한 바와 같이 미국 생물보안법의 통과로, 중국 CDMO 수요를 동사가 흡수할 전망이다.

이처럼 동사는 본격적인 실적 개선 국면을 맞을 것이며, 이에 상응하여 ‘27년까지 111.1% 상승한 30,900원의 주가를 기록할 것이다. 특히, 고마진인 상업 생산의 본격화로 동사의 OPM은 기존 7.6%에서 21.7%까지 상승할 전망이다. 이에 본 팀은 현시점이 추세 상승 전 저가 매수의 적기라고 판단한다.

[자료 2-3] 바이넥스 주가 분석

(단위 원)



출처: Bloomberg, RFS Team 1

III. Investment Point

동사는 폭발적 성장 궤도에 들어섰다. '25년 상반기 바이오 사업부문에서 상업 생산이 개시되었고, '27년부터 매출 기여가 본격화될 전망이다. 더불어 생물보안법은 동사의 새로운 CDMO 계약을 야기할 것이다. 이에 본 장에서는 상업 생산으로 시작될 구조적 성장에 더불어, 해외 바이오텍과의 추가 계약 가능성 또한 점검하여, 동사의 향후 높은 성장성을 정량적으로 입증하였다.

Investment Point 1. 상업화로 나의 상승시기 시작했다

1-(1) 상업화의 시작

상업 생산의 본격화를 통해 동사의 매출은 2년 간 37.2% 증가하여, '27년 2,477억 원을 달성할 전망이다. 동사는 '25년 상반기 글로벌 내 최고 등급 cGMP 인증 획득으로 첫 상업 생산을 시작하여 시장 내 경쟁력을 증명했다. 상업 생산의 경우 기존에 동사가 영위하던 PPQ 대비 10배 이상의 수익성을 가진다. 이에 따른 바텀라인 개선 효과로 '25년 흑자전환에 성공할 것이며, '27년 OPM 21.7%를 기록할 전망이다. 이에 동사의 실적은 본격적인 체질 개선 단계로 진입했다 판단한다.

셀트리온이 발굴한 바이넥스

'27년 셀트리온상 상업 생산 매출은 565억 원을 기록하며, '25년 대비 7.1배 성장을 이룰 전망이다. '25년 4월, 동사는 셀트리온의 앵토즈마의 상업 생산을 시작하였다. 상업 생산은 규제 허가·기술 이전·PPQ 등 복잡하고 고비용의 준비 절차를 수반하기 때문에, 생산이 개시된 이후 CDMO 변경은 제한적이다. 더불어 앵토즈마는 임상 단계부터 셀트리온과 동사가 공동 개발을 진행해 온 품목으로, 공정 기술에 대한 공동 개발 이력까지 존재하여 강한 락인효과가 작용할 전망이다. 이는 동사가 처음으로 장기·지속적 매출원을 확보했음을 의미한다.

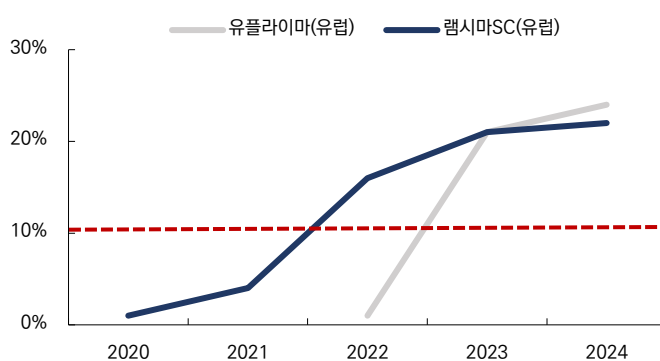
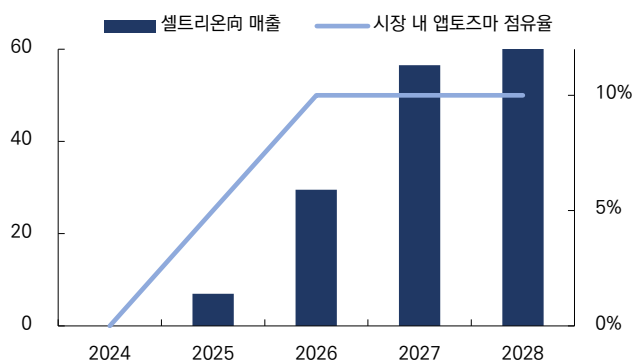
본격적 매출 성장은 앵토즈마 수요의 증가에 기인한다. 앵토즈마는 국내 '25년 6월, 미국 '25년 10월 출시한 신규 약물로, 출시 초입 단계이기에 폭발적인 시장 침투를 보일 전망이다. 셀트리온의 주요 바이오시밀러들이 런칭 후 1~2년 뒤 시장 내 점유율 10% 이상을 안정적으로 달성해 왔음을 고려하면 '27년까지 3.3억 달러의 전방 시장 확보가 가능하다. 동사는 앵토즈마의 독점 생산처로 지정되어 그 수요를 모두 실적으로 전환할 것이다. 더불어 동사는 '25년 셀트리온의 DS 임상 2상 물질 2종에 대한 추가 CDMO 계약을 맺은 바 있어, '27년 이후 추가적 상업 생산 또한 기대된다.

[자료 3-1] 연도별 셀트리온상 매출 및 앵토즈마 점유율 추이

(단위: 십억 원)

[자료 3-2] 셀트리온 신약 출시 후 M/S 추이

(단위: %)



타 CDMO의 문제 해결
레퍼런스 및 최적화 파라미터는
동사의 상용 생산 전환 가능성을 제고

삼성바이오페피도 욕심내는 바이넥스

‘26년 내로 삼성바이오페피스의 의약품 상업 생산이 시작될 것으로 예상된다. 당사는 ‘24년 9월, 11월 두 번에 걸쳐, 동사와 총 332억원 규모의 PPQ 계약을 체결했다. 해당 계약은 타 CDMO에서 상업 생산하던 제품의 site change 계약이기에, 상용 생산 전환 가능성이 매우 높다. **해당 제품의 상업 생산이 본격화될 경우, ‘27년 매출 344억 원을 기록하며 동사의 실적을 견인할 전망이다.** 본 팀은 PPQ 계약이 상업 생산으로 전환될 경우 파생될 매출의 규모를 파악하기 위해 해당 의약품을 추정하였다.

해당 제품은 SB12와 SB17로 추정된다. 의약품의 추정을 위해 삼성바이오페피스의 각 상용화 파이프라인 별로 동사와 계약 체결의 가능성이 존재하는지 점검했다. 삼성바이오페피스는 현재 총 10개의 상용화 약물을 보유하고 있으며, 그 중 약물 생산에 필요한 설비 크기 → 출시 지연 여부(SPCs 기준) → 런칭 시점과 PPQ 계약의 일치 여부 순으로 스크리닝하여 추정하였다.

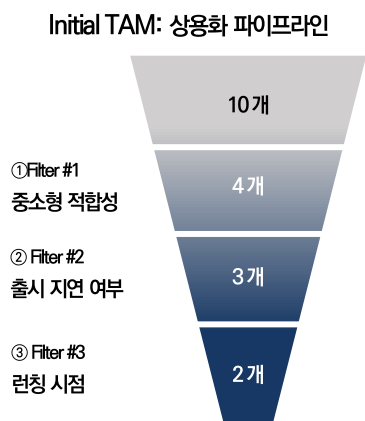
▶ PPQ 약물 추정 과정

동사는 약 5,000L의 중소형 생산장비를 보유하므로, **대용량 생산이 필요한 약물을 제외하였다.** 수요가 많고 시장이 큰 블록버스터 약물의 경우 대용량 생산시설을 요구하며, 이 때문에 동사가 생산을 담당하지 못한다. 따라서 **대용량 생산을 필요로 하는 약물로 판단되는 SB2 등 5종은 검토 대상에서 제외하였다.**

다음으로, SPCs(Supplementary Protection Certificates, 추가보호증명)를 고려하여 실제 출시 가능성을 점검하였다. SPCs는 오리지널 의약품의 특허 만료 시점을 연장해주는 제도를 의미하며, 바이오시밀러의 출시 시점을 연기시킨다. SB16은 SPCs 제도가 적용됨에 따라 출시가 미루어질 것이고, 현실적으로 신규 계약 체결의 가시성이 떨어진다고 판단하여 제외하였다.

마지막으로, 본 계약이 상업화 직전 단계인 PPQ 계약임에 따라 런칭 시점과 비교하여 가능성을 확인했다. 동사는 ‘24년 하반기 PPQ 계약 체결 후 ‘25년 상반기부터 시험 생산을 진행했다. 동사가 중소형 CDMO인 것을 감안하면, 이는 ‘25년 런칭 예정인 약물의 초기 상업 물량을 확보하기 위한 목적인 것으로 판단된다.

해당 시기, SB12는 유럽과 한국에서 생산 허가를 획득했고, SB17은 ‘25년 2월 미국 라이선스 개시가 예정되어 있었다. 이러한 상업화 일정을 고려할 때, 계약 대상인 약물은 SB12와 SB17로 추정된다. **두 품목은 ‘26년 내로 상업 생산이 예정되어 있으며, 셀트리온의 애플즈마와 함께 동사의 체질 개선을 견인할 전망이다.**



[자료 3-3] 삼성바이오페피스 의약품 Screening Table

품목	레퍼런스 / 적응증	투여·수요 특성	미드 스케일 적합성 여부	SPCs 여부	런칭·확대 계획 여부
SB2	Remicade / 자가면역질환	바이오시밀러 경쟁을 통해 수요는 감소추세, but 여전히 큰 시장 보유	X	X	X
SB3	Herceptin / 항암	고용량, 만성/장기치료, 광범위한 적응증 보유	X	X	X
SB4	Erbel/ 자가면역질환	류마티스, 강직 척추염, 건선 등 광범위한 적응증 보유	X	X	X
SB5	Humira / 자가면역질환	경쟁 Erbel와 유사한 시장 규모 보유, 만성 장기 투여	X	X	X
SB8	Avastin / 항암	고용량, 만성/장기치료, 광범위한 적응증 보유	X	X	X
SB11	Lucentis / 안구 내 주사	안구 내 1회 0.05mL 수준 초소량 주사	O	X	X
SB12	Soliris / 희귀질환	매우 적은 환자 수, 소규모 시장 약물	O	X	O
SB15	Eylea / 안구 내 주사	anti-VEGF 시장 내 1위 약물	X	O	X
SB16	Prolia&Xgeva/ 골다공증 등	진입 초기 소규모 시장 약물, 수요 점진 증가 예정	O	O	O
SB17	Stelara / 자가면역질환	진입 초기 소규모 시장 약물, 국가보형별 승인 절차 진행 중	O	X	O

출처: 삼성바이오페피스, RFS Team 1

1-(2) 상용화의 의의

cGMP 확보를 통한 상업화 진입은 동사의 실적 성장 전환점을 형성할 것이다. 전술했듯 동사는 FDA의 cGMP 허가를 획득하며 처음으로 상업 생산을 개시했고, 향후 추가적인 상업 생산 수주를 확보할 것으로 예상된다. 상업 생산은 고단가 사업이며, 비용 절감이 가능하기에, 바텀라인 개선이 가능하다. 이에 따라 '27년까지 21.7%의 OPM을 기록할 전망이다.

cGMP(current Good Manufacturing Practice): 미국 FDA가 발행한 품질 기준 중 가장 높은 수준의 기준

동사는 '25년 1월 승도 공장 cGMP 인증을 확보하며 상업 생산 자격을 확보했다. 바이오 시장 내 최대 규모를 차지하는 미국에서 약물을 판매하기 위해서는 FDA의 cGMP 인증이 필수적이다. 현재 국내 완제약품 분야에서 동사를 포함한 10개 기업만이 cGMP 인증을 받았고, 중소형 CDMO 중에서는 동사가 유일하다. 따라서 cGMP는 동사의 핵심 경쟁력으로 작용할 것이다. 실제로 이를 기반으로 상업 생산을 개시했으며, 향후 추가적인 수주 확보가 예상된다.

Top-Line과 Bottom-Line 공동 성장

동사의 상업 생산 개시는 매출 성장을 야기할 것이다. 우시바이오로지스(Wuxi Biologics) 사례가 이를 증명한다. 당사는 동사와 유사하게 상업 생산 이전의 단발성 생산을 주력으로 영위했던 CDMO이다. 그러나 '18년 1개 품목의 상용 생산을 시작하였고, 이후 상업 생산 품목 수는 '18년 1개에서 '21년 9개, '25년 24개로 빠르게 증가했다. 이를 통해 동기간 6.4배의 매출 성장을 기록했다. 당사는 전술한 바와 같이 현재 1개의 상업 품목을 생산 중이며, 2개 품목의 상업화가 임박했다. 당사의 사례와 같이 상업 생산 시장 초기 진입 후 계약 확대가 이뤄지는 패턴을 고려했을 때, 동사 또한 빠른 실적 개선세를 보일 것으로 전망된다.

상업 생산을 통해 탑라인 성장뿐 아니라 바텀라인 개선이 가능하다. 이는 1)장기적 생산에 따른 비용 절감, 2)매출액 증가에 기인한다. 먼저 1)상용 생산을 통해 한가지 제품만을 장기적으로 생산하는 경우, 라인 세척, 공정 재구축과 같은 전환 비용을 크게 절감하여 생산 효율을 극대화할 수 있다. 더불어 2)상업 생산은 고단가 서비스에 속하며, 따라서 매출 확대는 즉각 영업이익의 개선으로 연결된다. 실제로 상업 생산의 본격화로 우시바이오로지스의 OPM은 '18년 21.6%에서 '21년 39.9%로 증가했다. 본 팀의 추정에 의하면, 동사의 '27년 OPM 또한 21.7%로 '25년도 대비 14.1%p 성장할 것이며, 후술할 생물보안법을 통한 계약 증가 추세에 따라 그 성장세를 지속적으로 이어갈 것이다.

[자료 3-4] 주요 중소형 CDMO 인증 현황

CDMO	국가	cGMP(FDA)	중소형 CMO
바이넥스	한국	O	O
AGC 바이오로지스	일본	O	O
삼성바이오로지스	한국	O	X
셀트리온	한국	O	X
GC녹십자	한국	O	X
SK바이오사이언스	한국	X	X
에스티젠바이오	한국	X	O
Eirgenix	대만	X	O

출처: RFS Team 1

[자료 3-5] 우시바이오로지스 상업 생산 품목 수 및 실적 Table

(단위: 개, M\$)

항목	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
품목 수	1	1	2	9	17	24	24
매출액	2,535	3,984	5,612	10,290	15,269	17,034	18,675
YoY	56.6%	57.2%	40.9%	83.3%	48.4%	11.6%	9.6%
영업이익	548	1,078	1,989	4,103	4,529	4,056	4,618
YoY	24.8%	96.6%	84.6%	106.0%	10.4%	10.4%	13.8%
OPM	22.0%	27.0%	35.0%	40.0%	30.0%	24.0%	25.0%

출처: Wuxi Biologics, RFS Team 1

Investment Point 2. 중국 Bye, Next는 바이넥스

2-(1) 생물보안법이 이끄는 리레이팅

동사는 미국의 생물보안법 시행으로 신규 고객사 확보에 성공하며, 실적 성장과 밸류에이션 리레이팅을 맞을 전망이다. 상술했듯, 지난 10월 생물보안법이 하원을 통과했으며, 빠르면 연내에 입법화 절차를 마무리 지을 것이다. 이에 따라 미국 내 바이오 기업은 중국 내 CDMO 기업 대신 다른 기업을 선택해야 한다. 본 팀은 기업의 규모, 의약품의 종류 등을 통해 스크리닝을 진행했으며, 동사와의 신규 계약 체결 가능성이 높은 기업을 선별하였다.

▶ 신규 고객사 추정

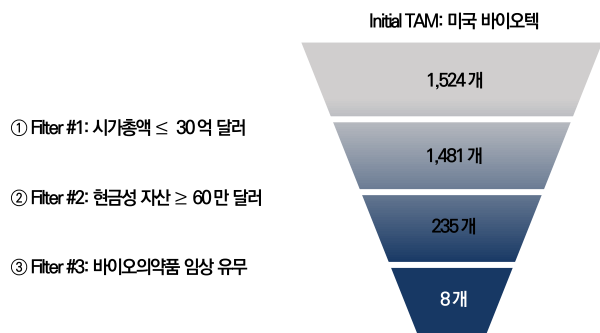
미국 생물보안법은 미국 내 바이오텍이 중국 CDMO와 협력할 경우 NIH 등 정부기관의 연구비 지원을 제한하고, Medicare-Medicaid 등 공공 의료조달 목록에서도 제외하는 규제다. 이는 공급망 리스크로 직결되며 자금조달 여건까지 악화시키기에, 사실상 미국 내 모든 바이오텍이 규제 적용의 대상이 된다.

이에 미국 바이오텍 1,524개를 1차 TAM으로 설정한 후, 동사와 신규 계약이 가능한 기업을 선별하기 위해 단계적 필터링을 적용하였다. 먼저, 규제의 충격은 빅파마보다 미국 시장 의존도와 자금조달 민감도가 높은 중소형 바이오텍에 집중되며, 이 때문에 동사와의 계약 가능성도 중소형 바이오텍이 더욱 높다. 따라서 삼성바이오로직스의 고객사 중 규모가 가장 작은 Kiniksa의 시가총액 31.5억 달러를 기준 삼아, 시가총액 30억 달러 이하의 바이오텍 1,481개를 대상으로 축소했다.

두 번째로, CDMO 신규 계약에는 일정 수준 이상의 현금성 자산 확보가 필수적이라는 점을 반영하였다. 동사는 임상 2~3상 단계의 파이프라인을 중심으로 계약을 체결할 것이며, 해당 단계의 기업은 이미 자금 조달을 일부 완료했을 가능성이 높다. 이에 본 팀은 동사의 최소 계약 규모와 미국 바이오텍의 평균 지출 수준을 고려하여, 현금성 자산 60만 달러 이상을 계약 가능 기준으로 설정하였고, 그 결과 대상 기업 수는 235개로 축소되었다.

마지막으로 동사가 실제 생산 가능한 모달리티만 필터링하고, 합성약품·유전자치료제 등은 제외한 결과 총 8개 기업이 최종 후보로 남았다. 이 중 우시 공장을 사용하는 기업 6개는 생물보안법 시행 시 중국 CDMO를 대체해야 하므로, 동사의 잠재 고객 가능성이 가장 높다. 그 중에서도 Mersana와 Xencor, Keros의 경우에는 생물보안법 시행 이후 공급망 유지가 어려울 경우, 일정 부분 수수료를 지불하고 우시와의 계약을 일방적으로 파기할 수 있다고 명시했다. 이에 따라 동사와 신규 CDMO 계약을 체결할 전망이다.

[자료 3-6] 신규 고객사 Screening 과정



출처: RFS Team 1

[자료 3-7] 최종 후보 Screening Table

기업	시가총액(M\$)	현금성자산(M\$)	우시여부	계약파기 명시
Mersana Therapeutics Inc	136.5	134.6	O	O
Xencor Inc	1,133.30	497.8	O	O
MacroGenics Inc	88.6	201.7	X	X
Sutro Biopharma Inc	71.8	316.9	O	X
Zymeworks Inc	1,797.60	225.8	O	X
Keros Therapeutics Inc	529.8	559.9	O	O
Coherus Oncology Inc	140.2		O	X
AnaptysBio Inc	1,096.70	385.4	O	X

출처: Refinitiv, Eikon, RFS Team 1

파이프라인별 계약 체결 가능성 점검

앞서 CDMO와의 신규 계약 체결 가능성이 높은 바이오텍을 선별하였으며, 본 장에서는 이 중 실제로 동사가 생산을 담당할 가능성이 높은 의약품을 추가로 필터링함으로써, 향후 수주 가시성이 높은 파이프라인을 도출했다.

Which 파이프라인?

상술한 세 개의 바이오텍은 총 8개의 파이프라인을 보유하고 있으며, 이 중 3개 파이프라인은 동사가 생산을 전담할 가능성이 높은 후보로 판단된다. 삼성바이오에피스 및 셀트리온과의 과거 계약 사례를 고려할 때, 동사는 임상 2~3상 단계에 위치한 파이프라인을 중심으로 계약을 체결할 가능성이 높다. 또한 ADC 및 면역항암제 등 소량 다품종 생산 구조의 의약품은 대형 CDMO 대비 중소형 CDMO를 활용하는 것이 비용 및 운영 효율 측면에서 유리하다.

결과적으로 중소형 CDMO는 Vudalimab, KER-050, KER-012의 생산을 담당할 개연성이 높으며, 동사는 생산시설 증설과 가격 경쟁력을 바탕으로 해당 수요를 사실상 독점적으로 흡수할 가능성이 높다고 판단한다.

Why 바이넥스?

동사는 1) 공장의 양과 질, 2)가속 경쟁력을 기반으로 새로운 CDMO 계약을 확보할 것이다.

미국 내 의약품 판매를 위해서는 cGMP 인증이 필수 요건이다. 동사의 송도 공장은 '25년 초 cGMP를 확보했으며, 셀트리온의 미국 수출 물량을 전담 중이다. 또한 '26년 내 오송 공장 역시 cGMP 인증을 획득할 예정이다. 동사는 선수주·후증설 전략을 취하며, 상업화 일정에 맞춘 공급 체계를 구축할 수 있다.

동사는 타 중소형 CDMO 대비 약 30% 저렴한 단가로 생산이 가능하다. 우시바이오로직스가 가격 경쟁력을 통해 미국 바이오텍과 계약을 확대해온 점을 고려할 때, 이는 동사의 수주 경쟁력을 높인다. AGC바이오로직스, 롯데바이오로직스 등 타 중소형 CDMO는 해외 생산기지를 보유하고 있으나, 임상 2~3상 단계에서는 적시 공급보다 저단가 기반의 비용 효율성이 중요하기에, 동사가 수주 경쟁에서 가장 유리한 위치에 있다고 판단한다.

중소형 CDMO 경쟁력 비교

회사	국가	단가	증설	cGMP	EU-GMP
바이넥스	한국	저	O	O	O
Toyobo Biologics	일본	저	X	X	X
AGC Biologics	일본	고	X	O	O
EirGenix	대만	중	X	O	O

[자료 3-8] 임상별 적정 배양조 크기

구분	목적	평균 약물량	적정 배양조 크기	적합 CDMO 유형
전임상	독성 실험	0.5kg	200L~500L	중소형 CDMO
임상 1상	안정성 확인	1kg	200L~500L	중소형 CDMO
임상 2상	유효성 용량 탐색	5kg	1,000L~2,000L	중소형 CDMO
임상 3상	유효성 확증	50kg	5,000L~15,000L	대형 CDMO

[자료 3-9] 삼성바이오로직스 생산시설 생산 공정의 배양조

기업	파이프라인	단계	타겟	적응증/기전
Mersana	XMT-1660	임상 1b 상	B7-H4	TNBC, 난소암
	XMT-2056	임상 1 상	HER2	면역 체계 활성화
Xencor	Vudalimab	임상 2 상	PD-1, CTLA	전립선암
	XmAb819	임상 1 상	ENPP3, CD3	신장암
	XmAb808	임상 1 상	B7-H3, CD28	전립선암
Keros	KER-050	임상 2/3 상	Activin A, Activin B, GDF8, GDF11	골수형성이상증후군
	KER-012	임상 2 상	Activin A, Activin B	폐동맥고혈압

IV. Risk

동사의 리스크는 1)대규모 CAPA 증설로 인한 차입금과 사채 및 부채비율의 증가와 2)교환사채로 인한 **오버행 이슈**이다. 하지만 향후 수주 확대에 따라 영업이익이 '25년 대비 '26년 233% 증가할 것이며 향후에도 J커브 형태의 증가가 예상된다. 이는 차입금 상환으로 이어져 부채비율을 감소시킬 것이다. 또한 교환되는 주식수도 시장 거래량 대비 흡수 능력을 고려하면 오버행 이슈도 해소될 전망이다.

동사는 현재 '24년 말 대비 차입금 규모가 33% 증가하고 부채비율 역시 18.9%p 급등하며 재무적 부담이 **가중되고 있다**. 현재 현금성자산은 77억 원이나 당장 갚아야 할 단기차입금은 340억 원 규모이다. 또한 영업활동현금흐름도 작년부터 부(-)의 상태가 지속되어 현금 유동성이 낮은 상태이다. 이는 CDMO 사업의 설비 투자에 따른 고정비 증가, 운전자본 부담 확대, 그리고 자금조달 구조 변화가 복합적으로 작용한 결과로 해석된다.

바이오업계 메자닌 발행 현황

기업	메자닌	금액
펩트론	교환사채	242억 원
차바이오텍	교환사채	1,200억 원
로킷헬스케어	전환사채	300억 원
수젠텍	교환사채	125억 원

또한 '25년에는 새로운 형태의 자금조달 수단으로 **사모 교환사채(EB)**를 발행하였다. EB 발행은 잠재적인 매도 물량을 의미하며 이는 오버행 이슈로 이어질 수 있다. 향후 주가가 교환가액(18,587원)을 넘어설 경우, 투자자들이 차익 실현을 위해 주식으로 교환 후 매도할 가능성이 있어 **주가 상승을 제한하는 요인**이 될 수 있다. 이러한 EB 발행은 전반적인 바이오 투자심리 위축과 금리 부담 증가 속에서, 설비투자·임상 비용을 충당해야 하는 바이오 기업들이 차입과 메자닌에 의존할 수밖에 없는 환경을 보여준다.

그럼에도 불구하고 동사의 현재 재무 리스크는 회복 가능성이 높다는 점에서 리스크는 제한적일 것이다.

첫째, CDMO 사업은 구조적으로 가동률 중심의 레버리지 회복 구조를 갖고 있다. 설비·공정·인력 등 대부분의 비용이 고정비 성격이기 때문에 초기에는 부담이 크지만, 일정 수준 이상의 **수주만 확보되면** 매출 증가분이 그대로 이익과 현금흐름 개선으로 연결된다. 향후 증설될 CAPA의 경우에도 선수주 후증설로 가동률 확보가 가능하기 때문에, 레버리지 회복 속도는 매우 빠를 것이다.

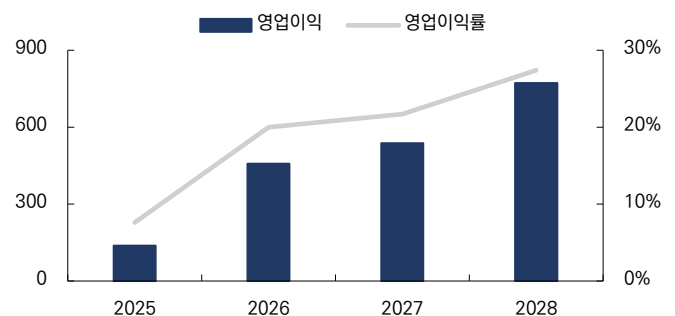
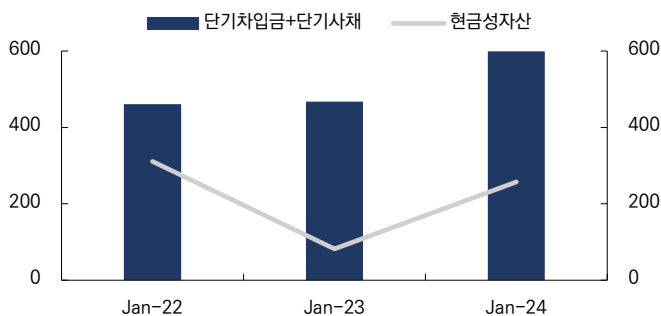
둘째, 동사는 대형 고객사를 기반으로 안정적인 사업기반을 보유하고 있다. 전술한 바와 같이 동사는 셀트리온向 '27년 565억 원, '26년 하반기부터 시작된 삼성바이오에피스向 '27년 345억 원의 상업 생산 매출을 발생시킬 것으로 예상된다. 이로 인한 장기 물량은 CDMO 기업에게 가장 중요한 현금흐름 안정화 요소로, 일정 수준의 가동률을 지속적으로 확보하게 해준다. **이를 통해 발생하는 영업이익을 통해 동사는 차입금 상황과 함께 재무 건전성이 자연스럽게 회복될 것이다.**

[자료 4-1] 단기부채 및 현금성자산

(단위: 억 원)

[자료 4-2] 향후 예상 영업이익

(단위: 억 원 %)



출처: Dart, RFS Team 1

출처: RFS Team 1

다음으로 교환사채 발행이 오버행 이슈로 이어지지 않을 것임을 확인하고자 한다. 시장의 오버행 공포를 해소하기 위해서는 이를 정량화하여 실질적인 위험도를 측정해야 한다. 동사의 현재 주식 유동성과 교환사채의 규모를 대조 분석함으로써 리스크의 경중을 판단한다.

오송공장 관련 시설투자 자금 조달 방안

구분	조달금액(억 원)
시설자금대출	300
사모 교환사채 발행	155
보유 자기자금	102
합계	557

해당 교환사채는 오송공장 관련 시설투자 자기에 해당한다. '25년 반기 말 수주잔고가 803억 원으로 '23년 말에 비해 183% 상승했기에, 기존 수주잔고 대응 및 시장 확장에 따른 CAPA 확대가 필요하다. 하지만 지금까지 자금 조달은 대부분 차입금과 사채 위주로 이루어지고 있어 조달 금리 및 상환 부담에 대한 압박은 심화되고 있다. 이러한 이유로 동사는 이자부담 없이 자금을 조달하기 위해 교환사채를 발행할 수밖에 없었다.

교환사채의 전체 물량이 일시에 시장에 출회된다고 가정하더라도, 이는 유동주식수를 고려하였을 때 시장에서 충분히 소화 가능하다. 교환사채는 신주인수권부사채나 전환사채와 달리, 회사가 기보유한 자산을 활용하여 자금을 조달하는 방식이다. 동사의 교환 자산은 자사주로 총 교환 대상 주식 수는 약 836,512주다. **이는 전체 발행 주식 수 대비 2.6%의 물량에 해당해 통상적인 ब्ल록딜이나 유상증자 규모(10% 내외)와 비교했을 때 현저히 낮은 수준이다.** 해당 물량은 주가 펀더멘털을 훼손하는 것이 아닌, 신규 진입을 원하는 대형 기관 투자자들에게 필요한 유동성을 공급하는 역할을 하게 된다.

교환사채의 전체 물량이 일시에 시장에 출회된다고 가정하더라도, 이는 동사의 평소 거래량 기준으로 보았을 때 즉각 흡수 가능하다. 60일 일평균 거래대금이 약 100억 원이고 주가를 약 14,000원으로 가정 시, EB 물량의 시장 가치는 약 117억 원이다. 이 시장가치를 60일 일평균 거래대금으로 나누면 1.17일 안에 소화가 가능하다는 것을 알 수 있다. 바이오 섹터의 높은 변동성과 거래 회전율을 고려할 때, 1.17일 치의 거래량 증가는 충분히 시장 내부에서 소화 가능한 수준이다. 따라서 현재 제기되는 오버행 이슈는 수급적 실체보다는 심리적 우려에 기인한 것이다.

또한, 교환사채의 경우는 일반사채와 달리 표면이자율 0.0%, 만기이자율 0.0%로 자금을 조달하기 때문에 금융비용을 절감한다. '25년 기준 차입금 현황을 살펴볼 때 0% 금리로 약 155억 원의 자금을 조달함으로써 평균적으로 연 3~4% 수준의 금융비용(155억 원 차입 시 6.15억 원)을 절감할 수 있다. 해당 자금을 CAPA 확대를 위한 시설투자자금으로 사용하기 때문에 교환사채 발행은 오버행 이슈가 아닌 자금 조달 비용의 감소로 인한 주주 가치 상승에 기여한다.

이러한 요인을 고려하면, 동사의 재무 레버리지는 단기적으로 부담을 주고 있으나 중장기적으로는 안정적으로 회복될 수 있는 성격의 부채로 판단된다. 공격적인 CAPA 확대는 향후 수익 창출의 기반이 되는 만큼, 향후 수주 확대가 영업이익의 상승으로 이어진다면 부채비율은 다시 안정권으로 회귀할 것이다.

[자료 4-3] 잠재적 오버행 물량의 규모 산정

[자료 4-4] 시장 거래량 대비 흡수 능력

$$\begin{aligned} &\text{총 발행 주식수: 32,684,188 주} \\ &\text{오버행 물량 비중: } \frac{836,512}{32,684,188} \approx 2.56\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &60 \text{ 일 일평균 거래대금: 약 } 100 \text{ 억 원} \\ &\text{EB 물량의 시장 가치: } 836,512 \text{ 주} \times 14,000 \text{ 원} \approx 117 \text{ 억 원} \\ &\text{소화 소요 기간: } \frac{117 \text{ 억 원}}{100 \text{ 억 원}} \approx 1.17 \text{ 일} \end{aligned}$$

V. Estimate Logic

매출추정

본 보고서의 논리는 동사의 상업 생산 개시와 신규 고객사 확보에 초점을 두었다. 그 중 신규 고객사 확보의 경우, 진행상황에 대한 정보가 제한적이며 이에 따라 매출 추정에 반영하지 않았다. 따라서 기존에 영위하던 케미컬 사업부 매출액에 새롭게 시작할 상업 생산에 따른 매출 증가분을 반영하여 추정을 진행하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

[자료5-1] 최종매출Table

(단위: 천원)

매출액 Table						
(단위: 천 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총매출	156,677,024	154,824,776	130,050,546	180,549,843	228,730,856	247,744,717
케미컬	88,663,844	92,786,493	84,484,886	88,588,956	90,013,098	90,462,849
바이오	68,013,180	62,038,283	45,565,660	91,960,887	138,717,758	157,281,868
삼성바이오에피스				18,396,553	26,854,319	34,457,066
셀트리온				14,163,902	52,463,007	63,424,371
기타				59,400,432	59,400,432	59,400,432

출처: PFS Team 1

동사의 매출은 케미컬 사업부와 바이오 사업부로 구성되어 있으며, 사업부 특성을 반영하여 각기 다른 방식의 매출 추정을 적용하였다. 케미컬 사업부는 단기간 내 의미 있는 실적 변동 가능성이 제한적이라고 판단하여 사업부 전체를 하나의 단위로 산출하였다. 반면 바이오 사업부는 주요 고객사별 매출 비중을 고려해 삼성바이오에피스와 셀트리온向 상업 생산 매출로 구분하여 추정하였으며, 기존 PPQ 계약에 따른 매출은 별도로 계약 기간을 고려해 기간별로 인식하였다.

[케미컬 사업부]

우선, 케미컬 사업부에 대한 매출 추정을 진행하였다. 해당 사업부는 전반적으로 실적 변동성이 크지 않아 안정적인 매출 흐름을 보이고 있다. 다만, '21년도와 '24년도에는 산업 및 개별 기업 이슈로 인해 매출의 변동성이 일시적으로 확대되었으며, 이에 해당 연도 매출을 이상치로 판단하여 추정 과정에서 제외하였다.

'21년도의 경우, 동사의 부분적 제조 업무 정지 처분으로 인해 매출이 일시적으로 감소하였으며, '24년도의 경우 전공의 파업 여파로 도매 매출이 위축되며 실적 부진이 나타났다. 이에 따라 해당 기간의 매출액을 추정치 산출에서 제외하였다.

[바이오 사업부]

바이오 사업부 매출은 기존 PPQ 수주와 새롭게 개시될 상업 생산 매출로 구분하여 추정하였다. 이 중 상업 생산 매출은 주요 고객사인 삼성바이오에피스向과 셀트리온向 매출로 재분류하였다.

기존 PPQ 수주의 경우, '24년~'25년 동안 총 4건의 수주가 존재하며, 각 계약의 잔여 계약기간을 기준으로 수주잔고를 안분하여 기간별 매출로 인식하였다.

한편 투자포인트1에서 언급했듯이, 셀트리온의 애플트마와 삼성바이오에피스의 SB12와 SB17의 상업 생산이 예정되어 있다. 이에 따라 각 약물의 시장 규모, 고객사의 시장 점유율, 동사의 수주 점유율, 그리고 램프업 속도를 반영하여 최종 매출액을 산출하였다.

[자료 5-2] 애플즈마 매출 추정

(단위: 천 원)

애플즈마 매출추정			
(단위: 천 원)	2025E	2026E	2027E
시장 규모(\$)	5,171,000,000	5,543,000,000	5,942,000,000
셀트리온 점유율	5%	10%	10%
1 - 가격 할인율	70%	70%	70%
셀트리온 매출	180,985,000	388,010,000	415,940,000
COGS	15%	15%	15%
30% 낮은 단가	70%	70%	70%
Ramp-up	25%	50.0%	90%
환율	1,468	1,448	1,438
바이넥스 매출	6,974,257	29,496,520	56,522,503

출처: RFS Team 1

[자료 5-3] SB12 및 SB17 매출 추정

(단위: 천 원)

SB12 매출 추정			SB17 매출 추정	
(단위: 천 원)	2026E	2027E	2026E	2027E
시장 규모(\$)	3,940,000,000	4,180,000,000	13,536,000,000	14,334,000,000
에피스 점유율	52%	54%	18%	20%
1 - 가격 할인율	70%	70%	20%	20%
에피스 매출(\$)	1,434,160,000	1,580,040,000	487,296,000	573,360,000
COGS	9%	9%	15%	15%
30% 낮은 단가	70%	70%	70%	70%
바이넥스 비중	30%	30%	30%	30%
Ramp-up	25%	50%	25%	50%
환율	1,448	1,438	1,448	1,438
바이넥스 매출	9,812,236	21,471,322	5,556,636	12,985,744

출처: RFS Team 1

비용추정

본 팀은 매출원가 및 판관비를 세부 계정 항목별로 구분하여 비용을 추정하였다. 특히 '26년 예정된 공장 증설 일정에 맞추어, 감가상각비와 인건비 등 주요 비용 항목에 대하여 별도 추정을 진행하였다. 이외 기타 비용 중 변동성이 크지 않은 항목은 Avg. Flat 방식을 적용하여 보수적으로 처리하였다. 이에 따른 최종 비용 추정 Table은 하기와 같다.

[자료 5-4] 비용추정 Table

(단위: 천원 %)

비용추정 Sheet						
(단위: 천 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	156,677,024	154,824,776	130,050,546	180,549,843	228,730,856	247,744,717
YoY		-1.2%	-16.0%	38.8%	26.7%	8.3%
매출원가	86,174,111	97,876,972	108,761,456	110,440,395	124,909,386	134,357,346
YoY		13.6%	11.1%	1.5%	13.1%	7.6%
재고자산의 사용	24,359,328	29,126,719	31,573,336	34,703,258	43,964,069	47,618,700
인건비	20,763,744	23,595,485	25,551,304	26,881,735	29,208,614	31,521,278
감가상각비	5,743,270	6,087,346	6,678,025	7,022,272	7,526,618	8,067,187
사용권자산감가상각비	590,156	1,152,111	1,824,233	1,824,233	1,824,233	1,824,233
무형자산상각비	2,268,386	2,600,917	3,635,655	4,254,722	4,979,203	5,827,045
기타	32,449,227	35,314,394	39,498,903	35,754,174	37,406,648	39,498,903
매출총이익	70,502,913	56,947,804	21,289,090	70,109,448	103,821,470	113,387,371
GPM	45.0%	36.8%	16.4%	38.8%	45.4%	45.8%
판관비	53,323,773	55,905,540	52,044,085	56,347,744	58,058,862	59,628,330
인건비	11,825,247	12,025,283	12,318,239	13,907,479	15,111,308	16,307,784
광고선전비	761,141	984,365	1,244,940	1,466,818	1,728,240	2,036,253
세금과공과	485,471	510,045	565,804	595,434	626,616	659,430
기타	40,251,914	42,385,847	37,915,102	40,378,013	40,592,698	40,624,863
영업이익	17,179,140	1,042,264	-30,754,995	13,761,705	45,762,608	53,759,042
OPM	11.0%	0.7%	-23.6%	7.6%	20.0%	21.7%

출처: RFS Team 1

동사는 '26년도 공장 증설을 앞두고있으며, 이에 따라 감가상각비와 인건비 계정에서 변동성이 두드러질 전망이다. 이에 따라 별도로 비용 추정을 진행하였다.

[감가상각비]

감가상각비 추정 시, '26년도 준공이 예정된 오송 공장의 규모와 '23년도 부산 공장 증설 규모 간 비교를 진행했으며, 감가상각비 증가율에 규모 차이를 가중치로 곱하여 반영하였다.

[자료 5-5] 감가상각비 추정 (단위: 천 원 %)					[자료 5-6] 증설 규모 가중치 추정 (단위: 천 원 %)	
감가상각비 추정					증설 규모 비교	
(단위: 천 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	(단위: 천 원) 금액
감가상각비	6,087,346	6,678,025	7,022,272	7,526,618	8,067,187	부산공장 40,000,000
YoY	6.0%	9.7%	5.2%	7.2%	7.2%	오송공장 55,730,000
						비교(%) 39.3%

출처: RFS Team 1

출처: RFS Team 1

[인건비]

인건비는 매출원가 및 판관비 내 세부 계정과목 중 인건비 성격을 갖는 항목을 합산하여 산출하였다. 인건비 추정 시에는 직원 수와 인당 인건비를 분리하였다.

직원 수의 경우, '23년도 부산 공장 증설 시기의 인력 증가 추이를 반영하여 추정하였다. 인당 인건비는 국회예산정책처가 발표한 연도별 평균 임금상승률을 적용하여 산출하였다.

이러한 과정으로 도출된 직원 수와 인당 인건비를 곱해 총 인건비를 계산하였으며, 이후 매출원가와 판관비에 배분되는 비중이 과거와 유사하게 유지된다는 가정 하에, 해당 비율로 각각 분류하였다.

[자료 5-7] 인건비 추정 (단위: 천원)					
인건비 추정					
(단위: 천 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
인건비 총계	35,620,768	37,869,543	40,789,214	44,319,923	47,829,062
매출원가 중 인건비	23,595,485	25,551,304	26,881,735	29,208,614	31,521,278
판관비 중 인건비	12,025,283	12,318,239	13,907,479	15,111,308	16,307,784
직원수	568	594	618	646	671
인당 인건비	62,713	63,753	66,049	68,624	71,232

출처: RFS Team 1

VI. Valuation

동사의 Valuation 기법으로 Historical Peer PER법을 선택했다. 이에 따른 **목표 주가는 30,900원, 상승여력 111.1%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

본 팀은 에스티팜의 '24년도 2개년 선행 PER의 평균을 주가 산출에 활용했다. 동사는 '26년도 공장 증설 완료에 예정되어 있으며, 이와 더불어 상업 생산의 본격화가 기대되는 국면에 진입했다. 영위하는 사업과 모멘텀이 유사한 '24년도 에스티팜을 동사의 Peer로 선정하였다.

우선, 양사는 모두 중소형 CDMO 기업이며, 동일한 거래소에 상장되어 있다는 점에서 비교 가능성이 높다. 에스티팜은 '24년부터 추가적인 CAPA 확대가 예정되어 있었고, 동시에 상업 생산 품목 수의 확대에 바텀라인 개선이 가시적인 상황이었다. 이와 같은 유사성을 고려할 때, '24년도 에스티팜은 동사의 Peer로서 가장 적합하다. 이에 따른 최종 Multiple로 23.6배를 적용했다.

또한 타 Valuation 기법 적용의 적합성에 대해 점검했으며, 그 결과 Historical Peer PER법이 가장 적합함을 확인했다. 우선, 단순 Peer PER은 적합하지 않다고 판단했다. 현재 에스티팜은 상업화 물량이 7개에 달하며, 이 때문에 현재 동사의 실적 모멘텀과 시점상 괴리감을 보인다. 이외에도 EV/EBITDA의 경우, CapEx 확대에 따른 효과를 반영하지 못하기에 배제했다. 또한, 추가 주주가 예상되나 현 시점에서 합리적인 추정이 불가하여 DCF법의 적용은 제외했다.

최종 Valuation Table은 하기와 같다.

[자료 6-1] 바이넥스 Valuation Table

바이넥스 PER Valuation			
27E 당기순이익	42,741,188	(천 원)	(A)
Target P/E	23.6	(배)	(B)
적정 기업가치	10,104,017	(억 원)	(C) = (A)X(B)
발행 주식 수	32,684,188	(천 주)	(D)
적정주가	30,914	원	(E) = (C)/(D)
Target Price	30,900	원	'27년 목표주가
Current Price	14,640	원	25.11.28 기준
Upside	111.1	%	

출처: RFS Team 1

계상 포괄손익계산서 (요약)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	130.1	180.5	228.7	247.7
매출원가	108.8	110.4	124.9	134.4
매출총이익	21.3	70.1	103.8	113.3
판매비와관리비	52.0	56.3	58.1	59.6
영업이익	-30.8	13.8	45.7	53.7
금융손익	-8.4	-4.0	-4.0	-3.9
관계기업등투자손익	0	0	0	0
기타영업외손익	0.2	0.6	0.6	0.5
법인세비용차감전계속사업이익	-38.9	10.4	42.3	50.3
법인세 비용	-3.8	2.0	5.6	7.6
계속사업이익	-35.2	8.4	36.7	42.7
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-35.2	8.4	36.7	42.7
지배주주	-35.2	8.4	36.7	42.7
비지배주주	0	0	0	0
기타포괄이익	6.6	3.0	0	0
총포괄이익	-28.5	11.4	36.7	42.7
지배주주	-28.5	11.4	36.7	42.7
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-18.3	27.2	60.3	69.7
매출총이익률(%)	16.4	38.8	45.4	45.7
영업이익률 (%)	-23.6	7.6	20.0	21.7
순이익률 (%)	-27.0	4.7	16.0	17.2
EBITDA 마진율 (%)	-14.1	15.1	26	28

예상 현금흐름표 (요약)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	-9.4	-10.3	56.1	55.1
당기순이익(손실)	-35.2	8.4	36.7	42.7
유형자산감가상각비	8.7	9.1	9.6	10.1
무형자산상각비	3.7	4.3	5.0	5.9
기타현금수익비용	8.5	-11.1	0.0	0.0
매출채권감소(증가)	-2.1	-2.7	-0.7	-4.3
재고자산감소(증가)	-5.1	-9.2	2.2	-3.6
매입채무증가(감소)	3.3	4.5	3.9	5.0
기타영업현금흐름	8.7	-13.6	-0.6	-0.7
투자활동으로 인한 현금흐름	-2.9	-12.6	-8.6	-9.7
유형자산처분(취득)	-10.4	-13.4	-6.2	-7.3
무형자산감소(증가)	-1.0	-1.6	-2.0	-2.0
투자자산감소(증가)	9.4	2.7	-0.1	-0.1
기타투자활동	-0.9	-0.3	-0.3	-0.3
재무활동으로 인한 현금흐름	29.8	65.0	0	0
차입금의 증가(감소)	29.8	65.0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	17.6	42.1	47.5	45.4
기초현금	8.2	25.7	60.4	77.5

예상 재무상태표 (요약)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	92.6	147.2	163.8	188.0
현금 및 현금성자산	25.7	59.5	76.5	91.7
매출채권및기타채권	17.7	21.3	21.9	26.2
재고자산	31.0	39.9	37.6	41.1
기타유동자산	18.2	26.5	27.8	28.9
비유동자산	186.8	191.0	186.9	184.4
투자자산	31.1	33.3	33.3	33.3
유형자산	125.9	131.1	128.1	126.3
무형자산	21.2	19.0	17.6	16.5
기타비유동자산	8.7	7.6	7.9	8.3
자산총계	279.4	338.2	350.7	372.4
유동부채	92.2	75.4	79.6	84.9
매입채무및기타채무	17.6	21.6	25.5	30.5
단기금융부채	59.9	45.6	45.6	45.6
기타유동부채	14.8	8.2	8.5	8.8
비유동부채	5.6	86.9	86.9	86.9
장기금융부채	4.9	86.1	86.1	86.1
기타비유동부채	0.7	0.8	0.8	0.8
부채총계	97.8	162.3	166.5	171.8
자본금	16.3	16.3	16.3	16.3
자본잉여금	166.6	166.6	166.6	166.6
이익잉여금	20.7	25.0	33.3	49.5
기타 자본	-22.1	-31.9	-32.0	-31.9
자본총계	181.6	176.0	184.2	200.5

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	-17.1	55.7	12.8	11.0
P/B (x)	3.2	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	-34.8	36.0	23.6	16.4
EPS (원)	-1100	262.7	1147.9	1335.6
BPS (원)	5,702	5,526	5,784	6,296
DPS (원)	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0	0	0	0
매출액증가율 (%)	-16.0	38.8	26.7	8.3
영업이익증가율 (%)	-3050.8	144.9	231.2	17.5
순이익증가율 (%)	-867.5	123.9	336.9	16.3
EPS증가율 (%)	-846.0	123.9	336.9	16.3
매출채권회전율	8.5	9.3	10.6	10.3
재고자산회전율	4.4	3.1	3.2	3.4
매입채무회전율	38.8	5.6	5.3	4.8
ROE (%)	-19.4	4.8	19.9	21.3
ROA (%)	-12.6	2.5	10.5	11.5
ROIC (%)	-16.6	1.2	5.2	8.9
부채비율 (%)	53.8	92.2	90.4	85.7
유동비율 (%)	100.4	195.2	206	221
이자보상배율(%)	-13.4	2.0	5.9	9.1