비나텍 (126340)

지나간 악재, 더해지는 TAM

유틸리티/건설
Analyst 문경원, CFA
kyeongwon.moon@meritz.co.kr
RA 이동석
dongseok.lee@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 9. 2

NDR을 통해 확인한 명확한 성장 경로

당사는 8월 26~27일 NDR을 진행. 진행 후 주요 아이디어는 아래와 같음

실적의 본격적인 턴어라운드는 4Q26. 3Q26에는 화재 영향으로 QoQ 매출 감소 예상. 흥옌 1공장은 CAPA를 수 배 늘리는 게임 체인저. 가동 초기 일부 시행착오를 감안하더라도 4Q26부터 매출, 마진 동반 상승은 명확. 당사 판단으로는 2027년부터는 컨센서스(매출 2,215억원, 영업이익 216억원)를 뛰어넘는 실적이 가능

최근 경쟁사들의 품질 검증 지연으로 Bloom Energy 내 솔벤더 지위는 적어도 2027년까지 유지 예상. 한편, Bloom Energy의 설치량 목표는 나날이 상향되고 있으며, 최근 데이터센터 건설 지연 이슈에 따른 영향은 전혀 없음. MW 당 수퍼커패시터 탑재량도 기존 동사가 예상하는 것 대비 높음

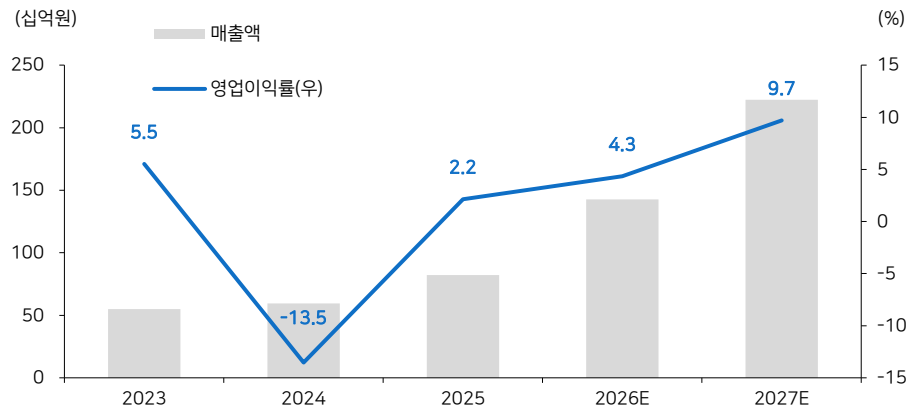
동사는 7월 첫 시스템 수주를 시작하며 납품 범위를 넓히는 중. 시스템은 인클로져, 제어장치, PCB 등이 추가된 제품이며 마진은 낮으나 MW 당 단가는 셀 납품보다 수 배 높음. AcBel, Sanmina 등 기존 벤더들 사이에서 점유율을 끌어올리고 있으며 후속 수주에 주목

데이터센터의 더 깊숙한 곳으로 침투하는 수퍼커패시터

가장 주목할 부분은 신사업. 데이터센터 서버 랙 내에 들어가는 수퍼커패시터(CBU) 셀 납품이 생각보다 빠르게 이뤄질 가능성. 최근 고객사와의 교감이 구체화 중. 만약 논의가 더 진전된다면 생산 라인 투자가 또 다시 필요. 이 경우 추가적인 자금 조달이 이뤄질 수 있으나, 고객사와의 바인딩 계약을 기반으로 이뤄지는 투자의 특성 상 호재로 해석. 수주가 임박했다는 뜻이기 때문. Rubin Ultra와 Kyber 랙 시대에는 사이드카 내부의 수퍼커패시터(CBU) 탑재가 필수적. 800VDC 등 전압이 높아질수록 필요성 증가

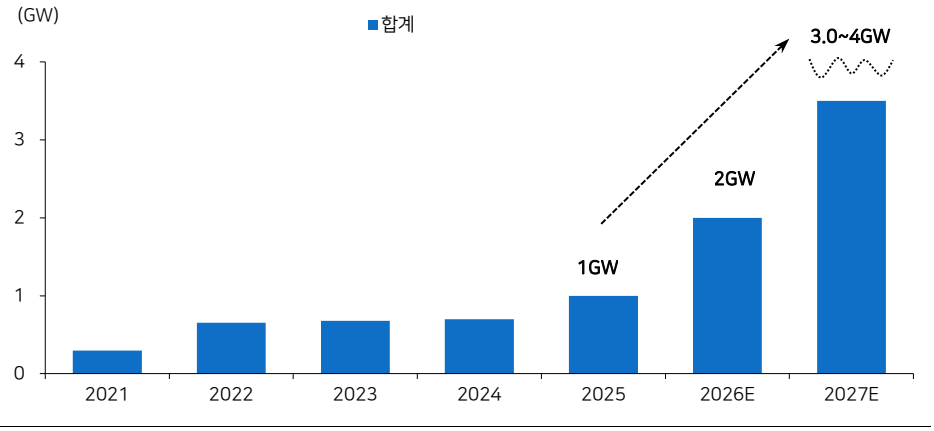
최근 주가는 5월 고점 대비 약 30% 수준인 6만원 내외에서 거래되고 있으며, 이는 1)Bloom Energy의 주가 하락, 2)경쟁사 진입 우려, 3)2Q26 실적 부진, 4)화재 사고 등이 겹친 결과. 4Q26부터 실적 개선, 시스템 수주, 신사업 기대감이 겹치며 주가 반등 가능. 특히 CBU 사업은 새로운 이야기. 신사업의 TAM(목표 시장)은 Bloom Energy 향 못지 않은, 오히려 더 클 수 있음

그림1 비나텍 매출액, 영업이익률 컨센서스: 2027년 컨센서스 상회 가능성 높음



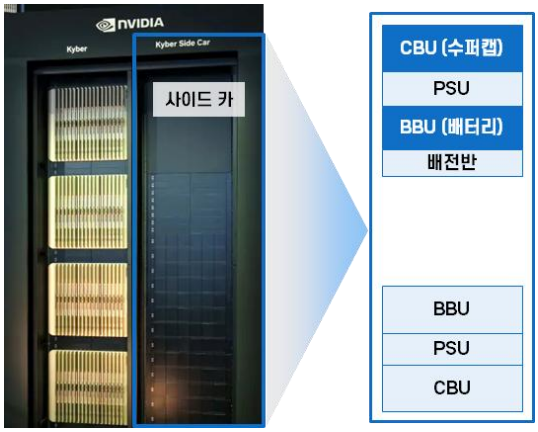
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Bloom Energy 증설 계획



자료: Bloom Energy, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Nvidia의 Kyber Rack 디자인부터는 사이드카 채용: DC 전환을 통해 마련된 공간은 배터리와 수퍼캐퍼시터 활용



Capacitor Backup Unit: 수퍼캐퍼시터 활용하여 배터리 보호. 주파수 안정화. 초단기(10 초 내외) 피크 절감(Peak Shaving)

Power Supply Unit: 800VDC 전력을 서버용 저전압으로 강하

Battery Backup Unit: 리튬 배터리 활용하여 지속적인(분~시간 단위) GPU 전력 피크 절감(Peak Shaving)

배전반(Switch Gear): 메인 전력을 받아 하위 랙으로 보내주거나, 과부하 시 전력을 차단

주: Nvidia Kyber rack의 자세한 디자인은 공개된 바 없으며, 위 그림은 HPRv3 파워랙 디자인을 참고하여 예시로서 작성
자료: 메리츠증권 리서치센터

비나텍 NDR 주요 질의응답

Q. 2 분기 실적을 어떻게 봐야 하나?

A. 매출 350 억원, 영업손익 흑자 전환. 믹스 악화와 신규 설비 비용, 시스템 사업 셋업 비용 등이 마진 개선 폭 제한했으나, 수퍼커패시터 사업 단독으로는 2 분기에도 영업이익률 두 자릿수 이상 시현

Q. 화재 손실 영향

A. 화재손실 약 300 억원. 2 분기 영업외 손익에 보수적으로 전액 반영. 보험 수익 미반영. 추후 환입 가능. 피해 라인은 주요 제품 라인. 3 분기 가동률 악화 불가피. 소실 설비는 기존 공장에 재설치하지 않고 흥옌 공장에 신규 설치 → 화재 복구가 곧 신공장 이전 가속화로 연결되는 구조

Q. 4 분기 실적 정상화의 근거는?

A. 흥옌 신공장: 8 월 준공 완료. 설비 반입 중. 10 월부터 가동. 대형 타입 라인 증설 병행. 4 분기에 3 분기 미납 물량을 대부분 만회할 계획. 4 분기부터 완전 가동은 아님. 2026 년 11~12 월을 초기 안정화 시기로 보고, 2027 년에 설비 안정화와 가동률 상승으로 실적이 더 개선되는 그림

Q. 원가 경쟁력의 핵심은 무엇인가?

A. 베트남 인건비는 한국 대비 약 5~7 배 낮음. 현재는 시스템 전환과 Bloom 납기 대응을 위해 고정비가 다소 올라갔으나, 1)최대 생산 능력 보유로 인한 규모의 경제, 2)작업자 숙련도 향상, 수율 개선 등 생산 안정화 등을 통해 2027 년으로 갈수록 원가 경쟁력 향상 예상

Q. 시스템 공급 구조는 어떻게 바뀌었고, 현 상황은?

A. 기존 구조는 비나텍 셀 제작 → AcBel 시스템 조립 → Bloom Energy. 여기서 비나텍이 직접 시스템 조립하는 경우의 수가 추가. 수요 증가로 Sanmina 가 추가됐고, 비나텍도 시스템 공급사로 직접 참여하게 된 것. 3 사가 생산하는 시스템에 들어가는 셀은 모두 비나텍이 공급. 즉 비나텍은 셀과 시스템을 투트랙으로 진행하는 구조. 첫 수주로 7 월 412 억원 규모 계약 체결. 마진율은 낮지만 시스템 한 대의 단가가 커서 절대 영업이익은 더 큼

Q. 서버랙향 슈퍼커패시터는 왜 필요한가? 어느 단계인가?

A. 데이터센터 랙 내부에서 GPU 의 부하 변동을 완화. 서버랙 사업자들이 내부 전력 안정화를 위해 슈퍼커패시터를 적용하는 설계 방향을 이미 정한 상태. 현재 고객사들과 구체적 논의 진행 중. 어쩌면 Bloom 보다 더 큰 시장이 열릴 수 있는 시장. EDLC 와 LIC 를 모두 검토하며 샘플 대응 중. 일부 일본 회사 외에 슈퍼커패시터 업체 중 준비된 회사가 별로 없고, 요구 수요 대응이 턱없이 부족함. 기존 예상보다 빠르게 진행되고 있으며, 추가 투자가 필요할 수 있음. 다양한 방안 통해 투자비 부담 최소화 계획

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.