

Company Update

Analyst 김태현

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	30,000원
현재가 (4/28)	25,600원

KOSDAQ (4/28)	719.41pt
시가총액	792십억원
발행주식수	30,944천주
액면가	500원
52주 최고가	25,600원
최저가	7,220원
60일 일평균거래대금	32십억원
외국인 지분율	6.3%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성	
박은미 외 7 인	40.69%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	42%	123%	245%
절대기준	47%	117%	190%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	30,000	28,000	▲
EPS(25)	1,001	978	▲
EPS(26)	1,425	1,229	▲

비에이치아이 추가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

비에이치아이 (083650)

매 분기 큰 폭의 성장세 기대

1분기 기대 이상의 호실적 전망

올해 실적 추정치 상향 조정을 반영해 목표주가를 30,000원(기존 28,000원)으로 7.1% 상향한다. 1분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 1,354억원(+85.2% yoy), 89억원(+153.8% yoy)으로, 컨센서스(1,335억원 / 67억원)와 IBKS 기존 추정치(1,268억원 / 62억원)를 상회할 전망이다. 작년 상반기 수주한 사우디 프로젝트 관련 HRSG(배열회수보일러) 매출 인식이 실적 개선을 견인할 전망이다. 1분기 신규 수주는 6,000억원 수준으로, 작년 연간 수주액(1조 4,841억원) 대비 약 40%에 달할 전망이다. 1분기 이후 수주 잔고는 2.5조원으로 예상된다.

올해 4월 누적 수주액 1.2조원에 달해

4월까지 누적 수주액은 약 1조 2,000억원(HRSG 6,500억원+보일러 5,200억원+B.O.P 500억원)으로 파악된다. 사우디 '라빅2 발전소' 및 '루마2&나이라야2' LNG 복합화력발전소 프로젝트에 HRSG 공급 계약을 체결했다. 작년 11월 수주한 두루마 발전소 프로젝트는 2분기, 루마2&나이라야2는 3분기, 라빅2 발전소는 하반기 중 매출 반영이 본격화 될 전망이다. 올해 사우디에서 1건 이상의 추가 수주가 예상된다.

25일 필리핀 유틸리티 업체와 5,177억원 규모의 석탄 보일러 공급 계약을 체결했다. 천연가스 및 신재생 인프라가 부족한 동남아 시장에서는 여전히 석탄 화력 발전 수요가 높아 추가 수주 기대감도 유효하다. 부진했던 보일러 부문에도 성장 모멘텀이 형성되고 있다. 신한울 3·4호기 관련 원자력 보조기기(B.O.P) 수주 금액은 약 1,500억원이며, 3분기부터 매출이 인식돼 29년까지 연간 약 300억원씩 반영될 전망이다.

HRSG 수요 증가 및 시장 점유율 확대

올해도 HRSG 부문이 실적 성장을 주도할 것으로 예상된다. 작년 기준 발전 용량 글로벌 점유율 1위(M/S: 25%)를 기록한 만큼, LNG 복합화력 발전소 수요 확대에 힘입어 수주 증가세가 지속될 것으로 기대된다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	667	866	1,055
영업이익	15	22	49	64	81
세전이익	4	-4	41	59	74
지배주주순이익	8	20	31	44	55
EPS(원)	267	633	1,001	1,425	1,789
증가율(%)	-136.2	137.6	58.0	42.4	25.5
영업이익률(%)	4.1	5.4	7.3	7.4	7.7
순이익률(%)	1.9	4.9	4.6	5.1	5.2
ROE(%)	12.2	20.6	23.5	26.0	25.3
PER	30.4	24.4	25.6	18.0	14.3
PBR	3.4	4.1	5.4	4.1	3.2
EV/EBITDA	15.0	20.9	17.8	14.3	11.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 비에이치아이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	73.1	86.3	98.2	147.1	135.4	132.5	173.4	225.4	367.4	404.7	666.8
보일러	16.3	27.4	11.9	12.8	14.3	24.1	10.6	11.4	144.6	68.4	60.5
HRSG	43.1	36.1	70.7	109.1	104.1	81.3	133.5	174.8	112.2	259.0	493.6
B.O.P	3.1	3.7	3.9	3.6	5.1	4.5	15.2	14.8	12.3	14.3	39.7
기타	10.6	19.1	11.7	21.6	11.9	22.6	14.1	24.4	98.3	63.0	73.0
YoY	-12.6%	-28.4%	19.7%	81.5%	85.2%	53.6%	76.6%	53.2%	11.3%	10.2%	64.7%
보일러	-23.2%	-53.3%	-68.4%	-52.8%	-12.6%	-11.8%	-10.7%	-10.6%	148.2%	-52.7%	-11.6%
HRSG	10.7%	40.9%	185.2%	377.3%	141.5%	125.1%	88.8%	60.2%	-37.9%	130.8%	90.6%
B.O.P	-36.0%	87.8%	13.6%	72.9%	66.1%	21.5%	286.7%	311.9%	3.3%	16.0%	177.3%
기타	-43.2%	-44.5%	-27.9%	-25.5%	12.7%	18.2%	20.5%	12.7%	23.9%	-35.9%	15.8%
매출원가	61.8	73.4	84.9	125.6	114.1	112.3	149.9	180.8	324.0	345.6	557.0
YoY	-18.0%	-35.8%	19.1%	99.4%	84.7%	53.0%	76.5%	44.0%	9.7%	6.7%	61.2%
% COGS	84.5	85.0	86.5	85.3	84.3	84.7	86.4	80.2	88.2	85.4	83.5
매출총이익	11.3	13.0	13.3	21.6	21.3	20.3	23.6	44.6	43.4	59.1	109.8
YoY	37.1%	105.1%	23.6%	19.0%	88.2%	56.5%	77.3%	107.1%	24.4%	36.1%	85.7%
% GPM	15.5	15.0	13.5	14.7	15.7	15.3	13.6	19.8	11.8	14.6	16.5
판매관리비	7.8	7.0	8.5	13.9	12.3	10.5	14.6	23.7	28.4	37.2	61.0
YoY	16.8%	2.4%	6.5%	102.4%	58.4%	50.1%	70.6%	70.3%	5.7%	31.2%	64.1%
% SG&A	10.6	8.1	8.7	9.4	9.1	7.9	8.4	10.5	7.7	9.2	9.2
영업이익	3.5	6.0	4.8	7.7	8.9	9.8	9.0	21.0	15.1	21.9	48.7
YoY	122.8%	흑전	73.4%	-31.9%	153.8%	64.0%	89.1%	173.8%	86.1%	45.3%	122.2%
% OPM	4.8	6.9	4.9	5.2	6.6	7.4	5.2	9.3	4.1	5.4	7.3

자료: 비에이치아이, IBK투자증권

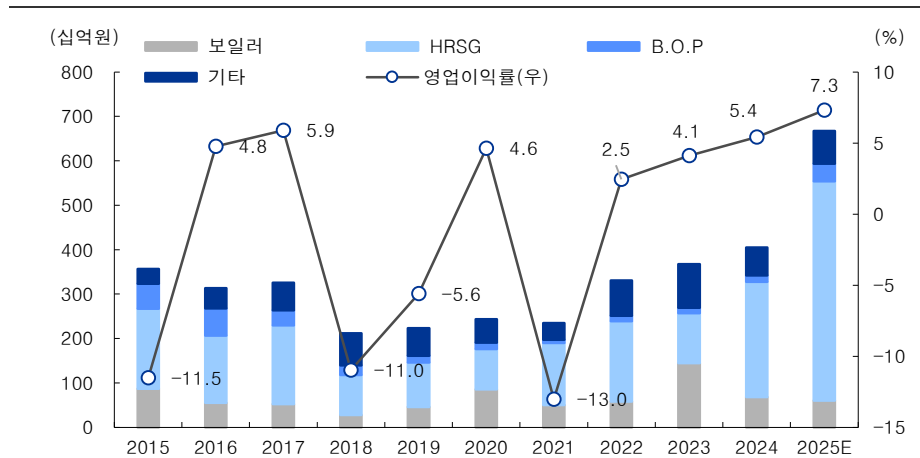
주: 보일러: 화력발전_ 급수를 가열하여 과열 증기를 생산

HRSG(배열회수 보일러): 복합화력발전_ 가스터빈에서 배출되는 고온의 배기가스를 회수하여 스팀터빈을 구동하는 설비

B.O.P(Balance of Plant): 복수기, 급수가열기, CCW쿨러 등 원자력 발전 보조기기

기타: EPC 포함

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, IBK투자증권

표 2. 비에이치아이 목표주가 산출

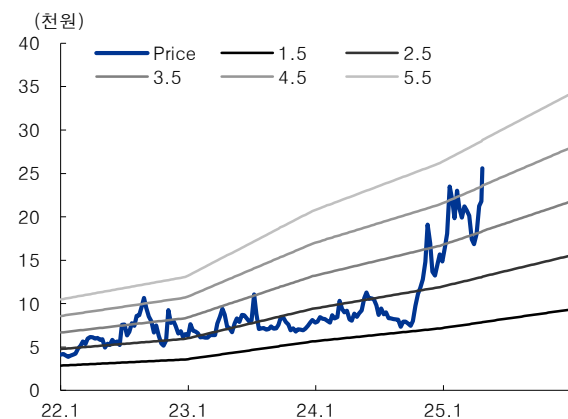
(1) PBR Valuation		(2) EV/EBITDA Valuation	
목표 PBR	5.5 배	EBITDA (2025E)	518 억원
예상 BPS (2025E)	4,761 원	Target Multiple	22.4 배
적정주가	26,028 원	목표 EV	11,595 억원
현재주가	25,500 원	(-) Net Debt	1,297 억원
상승여력	2.1 %	(+) Investment Securities	268 억원
		(-) Minority Interest	1 억원
		목표 시가총액	10,565 억원
		주식수	30,944 천주
		적정주가	34,141 원
		현재주가	25,500 원
		상승여력	33.9 %
PBR (2022-24 평균)		EV/EBITDA (2022-24 평균)	
최고치	5.5 배	최고치	22.4 배
최저치	2.1 배	최저치	12.7 배
평균치	3.0 배	평균치	15.6 배
		* 2개 방법 평균	
		(1) PBR	26,028 원
		(2) EV/EBITDA	34,141 원
		적정주가	30,085 원
		목표주가	30,000 원
		현재주가	25,500 원
		상승여력	17.6 %

자료: IBK투자증권

주1: 올해 예상 실적 기준, 최근 3개년동안 각 년도의 PBR, EV/EBITDA 배수 최고치를 평균한 값을 사용해 목표주가 산출

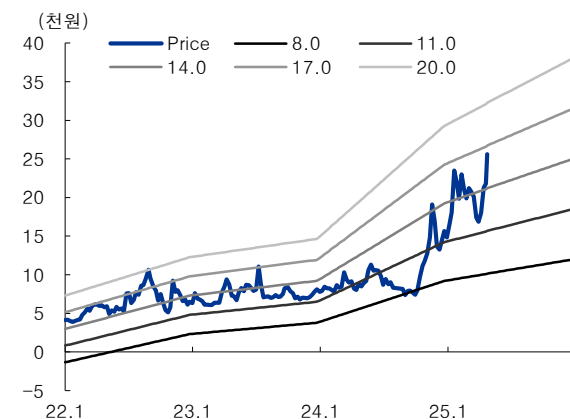
주2: 해외 수주 호조에 따라 과거 10년래 수주 총액이 가장 높은 수준임을 고려해 PBR, EV/EBITDA 배수 최고치 적용 중임

그림 2. 비에이치아이 Fwd PBR 밴드 차트



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 3. 비에이치아이 Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Wisefn, IBK투자증권

비에이치아이 (083650)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	667	866	1,055
증가율(%)	11.3	10.2	64.7	29.9	21.8
매출원가	324	346	557	723	878
매출총이익	43	59	110	143	177
매출총이익률 (%)	11.7	14.6	16.5	16.5	16.8
판매비	28	37	61	79	97
판매비율(%)	7.6	9.1	9.1	9.1	9.2
영업이익	15	22	49	64	81
증가율(%)	86.1	45.3	122.2	31.8	25.8
영업이익률(%)	4.1	5.4	7.3	7.4	7.7
순금융손익	-12	-26	-6	-5	-7
이자손익	-11	-9	-6	-7	-9
기타	-1	-17	0	2	2
기타영업외손익	2	1	-1	0	0
종속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	4	-4	41	59	74
법인세	-4	-24	10	15	19
법인세율	-100.0	600.0	24.4	25.4	25.7
계속사업이익	7	20	31	44	55
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	20	31	44	55
증가율(%)	-139.0	162.4	58.3	42.2	25.5
당기순이익률 (%)	1.9	4.9	4.6	5.1	5.2
지배주주당기순이익	8	20	31	44	55
기타포괄이익	-1	23	0	0	0
총포괄이익	7	43	31	44	55
EBITDA	26	28	52	67	83
증가율(%)	37.6	9.0	85.1	29.5	24.4
EBITDA마진율(%)	7.1	6.9	7.8	7.7	7.9

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	267	633	1,001	1,425	1,789
BPS	2,377	3,760	4,761	6,186	7,975
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	30.4	24.4	25.6	18.0	14.3
PBR	3.4	4.1	5.4	4.1	3.2
EV/EBITDA	15.0	20.9	17.8	14.3	11.9
성장성지표(%)					
매출증가율	11.3	10.2	64.7	29.9	21.8
EPS증가율	-136.2	137.6	58.0	42.4	25.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	12.2	20.6	23.5	26.0	25.3
ROA	1.7	4.1	4.9	5.2	5.3
ROIC	3.4	9.4	12.8	14.0	13.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	477.2	350.7	409.5	390.6	363.2
순차입금 비율(%)	181.1	92.2	88.4	86.5	80.2
이자보상배율(배)	1.3	2.1	5.3	5.8	6.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	38.4
재고자산회전율	74.4	49.6	50.2	23.8	16.8
총자산회전율	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	188	247	464	645	841
현금및현금성자산	14	18	37	30	36
유가증권	9	2	27	34	41
매출채권	0	0	0	10	45
재고자산	6	11	16	57	68
비유동자산	237	277	287	295	302
유형자산	192	222	225	227	229
무형자산	17	16	15	14	13
투자자산	23	25	27	28	29
자산총계	425	525	751	940	1,143
유동부채	321	380	561	694	831
매입채무및기타채무	20	40	41	51	61
단기차입금	114	125	192	228	273
유동성장기부채	43	2	2	2	2
비유동부채	31	28	43	54	65
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	352	408	604	748	897
자배주주지분	74	116	147	191	247
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	26	26	26	26	26
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	60	84	84	84	84
이익잉여금	-27	-8	23	67	122
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	74	116	147	192	247
비이자부채	195	281	410	518	622
총차입금	157	127	194	230	275
순차입금	134	107	130	166	198

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44	40	44	14	29
당기순이익	7	20	31	44	55
비현금성 비용 및 수익	27	17	10	8	9
유형자산감가상각비	8	4	2	2	2
무형자산상각비	2	2	1	1	1
운전자본변동	20	13	9	-31	-27
매출채권등의 감소	15	22	0	-10	-35
재고자산의 감소	-2	-5	-5	-41	-11
매입채무등의 증가	-15	18	1	11	10
기타 영업현금흐름	-10	-10	-6	-7	-8
투자활동 현금흐름	-15	0	-205	-147	-154
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-4	-4	-4	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-1
기타	-10	5	-199	-142	-149
재무활동 현금흐름	-39	-37	181	126	131
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-39	-37	181	126	131
기타 및 조정	0	1	-1	0	1
현금의 증가	-10	4	19	-7	7
기초현금	24	14	18	37	30
기말현금	14	18	37	30	36

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

