

## Company Update

Analyst 김태현  
RA 박은명  
02) 6915-5658  
kith0923@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가	23,000원
현재가 (1/21)	18,440원

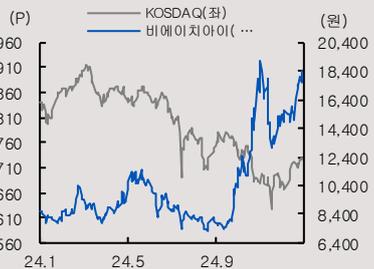
KOSDAQ (1/21)	726.07pt
시가총액	571십억원
발행주식수	30,944천주
액면가	500원
52주 최고가	19,100원
최저가	7,220원
60일 일평균거래대금	57십억원
외국인 지분율	4.0%
배당수익률 (2024F)	0.0%

주주구성	
박은미 외 7 인	40.69%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	17%	140%	154%
절대기준	27%	110%	119%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	23,000	22,000	▲
EPS(24)	522	537	▼
EPS(25)	691	623	▲

### 비에이치아이 주가추이



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)

## 우호적 사업환경 지속

### 4Q24 실적, 시장 기대치 부합 전망

매수 의견을 유지하고, 목표주가를 23,000원(기존 22,000원)으로 4.5% 상향한다. 1) 작년 4분기 실적이 시장 기대치에 대체로 부합할 것으로 예상되는 가운데, 2)올해도 HRSG(폐열회수 보일러) 부문 실적 성장세 이어지고, 3)작년 신한울 3,4호기 관련 수주분의 매출 인식 및 추가 수주 기대감이 유효하다.

4Q24 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,188억원(+46.5% yoy), 91억원(-18.7% yoy)으로 전망된다. 작년 상반기 수주한 사우디 프로젝트에 대한 진행 매출 인식 등으로 HRSG부문 매출이 747억원(+226.8% yoy)으로 대폭 증가, 전사 외형 성장을 견인했을 것으로 보인다. 다만 상대적으로 마진이 낮은 프로젝트 매출이 많이 인식되면서 수익성은 하락할 것으로 예상된다.

### HRSG 수주 호조, 원전 아이템 추가 수주 기대

2024년 수주 총액은 1조 4,800억원(+35% yoy)을 기록할 전망이다. HRSG 부문에서 중동(4,000억원), 일본(4,000억원), 한국(2,000억원) 등 1조 이상 수주하고, EPC 사업(수원 열병합발전소: 2,400억원), 원자력 발전 보조기기(신한울 3,4호기: 1,100억원) 등이 더해진 것으로 보인다.

원자력 발전 보조기기 수주 물량의 매출 인식은 올 하반기부터 향후 3~5년간(연 200~300억원) 이어질 전망이다. 급수가열기, 복수기 등 2~3개 아이টে에 대한 추가 입찰을 진행, 신한울 3,4호기 관련 수주가 증가할 여지도 있다.

### LNG복합화력 발전소 수요 증가 흐름

국내의 LNG복합화력 발전소 건설 수요 증가세와 맞물려 수주 확대 흐름이 올해도 이어질 전망이다. 특히 트럼프 행정부 출범에 따라 미국 내 LNG산업 성장이 예상되는 한편, 올해부터 레퍼런스를 바탕으로 미주 지역 영업을 강화할 것으로 기대된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	330	367	376	479	592
영업이익	8	15	23	32	40
세전이익	-21	4	13	24	31
지배주주순이익	-19	8	16	21	28
EPS(원)	-735	267	522	691	895
증가율(%)	-44.7	-136.2	95.7	32.5	29.5
영업이익률(%)	2.4	4.1	6.1	6.7	6.8
순이익률(%)	-5.8	1.9	4.3	4.4	4.7
ROE(%)	-33.6	12.2	17.3	17.3	18.7
PER	-8.8	30.4	29.6	26.7	20.6
PBR	3.4	3.4	4.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	19.0	15.0	19.6	19.3	16.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 비에이치아이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>73.1</b>	<b>86.3</b>	<b>98.2</b>	<b>118.8</b>	<b>96.6</b>	<b>103.6</b>	<b>129.5</b>	<b>149.0</b>	<b>367.4</b>	<b>376.4</b>	<b>478.7</b>
보일러	16.3	27.4	11.9	18.6	14.3	24.1	10.3	15.7	144.6	74.2	64.4
HRSG	43.1	36.1	70.7	74.7	65.3	52.4	91.1	97.2	112.2	224.6	306.0
B.O.P	3.1	3.7	3.9	2.8	5.1	4.5	14.1	10.5	12.3	13.5	34.2
기타	10.6	19.1	11.7	22.7	11.9	22.6	14.1	25.5	98.3	64.0	74.1
<b>YoY</b>	<b>-12.6%</b>	<b>-28.4%</b>	<b>19.7%</b>	<b>46.5%</b>	<b>32.2%</b>	<b>20.1%</b>	<b>31.8%</b>	<b>25.4%</b>	<b>11.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>27.2%</b>
보일러	-23.2%	-53.3%	-68.4%	-31.3%	-12.6%	-11.8%	-13.7%	-15.6%	148.2%	-48.6%	-13.2%
HRSG	10.7%	40.9%	185.2%	226.8%	51.5%	45.1%	28.8%	30.2%	-37.9%	100.2%	36.2%
B.O.P	-36.0%	87.8%	13.6%	35.6%	66.1%	21.5%	256.7%	271.9%	3.3%	9.7%	152.5%
기타	-43.2%	-44.5%	-27.9%	-21.9%	12.7%	18.2%	20.5%	12.7%	23.9%	-34.8%	15.8%
<b>매출원가</b>	<b>61.8</b>	<b>73.4</b>	<b>84.9</b>	<b>96.0</b>	<b>81.5</b>	<b>87.9</b>	<b>111.9</b>	<b>119.5</b>	<b>324.0</b>	<b>316.1</b>	<b>400.8</b>
YoY	-18.0%	-35.8%	19.1%	52.5%	31.9%	19.8%	31.7%	24.5%	9.7%	-2.4%	26.8%
% COGS	84.5	85.0	86.5	80.8	84.4	84.8	86.4	80.2	88.2	84.0	83.7
<b>매출총이익</b>	<b>11.3</b>	<b>13.0</b>	<b>13.3</b>	<b>22.8</b>	<b>15.1</b>	<b>15.8</b>	<b>17.6</b>	<b>29.5</b>	<b>43.4</b>	<b>60.4</b>	<b>77.9</b>
YoY	37.1%	105.1%	23.6%	25.9%	33.4%	21.6%	32.3%	29.3%	24.4%	39.0%	29.1%
% GPM	15.5	15.0	13.5	19.2	15.6	15.2	13.6	19.8	11.8	16.0	16.3
<b>판매관리비</b>	<b>7.8</b>	<b>7.0</b>	<b>8.5</b>	<b>13.7</b>	<b>10.3</b>	<b>8.5</b>	<b>11.1</b>	<b>16.1</b>	<b>28.4</b>	<b>37.0</b>	<b>46.1</b>
YoY	16.8%	2.4%	6.5%	99.0%	32.9%	21.8%	30.4%	17.8%	5.7%	30.3%	24.7%
% SG&A	10.6	8.1	8.7	11.5	10.7	8.2	8.6	10.8	7.7	9.8	9.6
<b>영업이익</b>	<b>3.5</b>	<b>6.0</b>	<b>4.8</b>	<b>9.1</b>	<b>4.7</b>	<b>7.3</b>	<b>6.5</b>	<b>13.4</b>	<b>15.1</b>	<b>23.4</b>	<b>31.9</b>
YoY	122.8%	흑전	73.4%	-18.7%	34.4%	21.3%	35.7%	46.6%	86.1%	55.2%	36.1%
<b>% OPM</b>	<b>4.8</b>	<b>6.9</b>	<b>4.9</b>	<b>7.7</b>	<b>4.9</b>	<b>7.0</b>	<b>5.0</b>	<b>9.0</b>	<b>4.1</b>	<b>6.2</b>	<b>6.7</b>

자료: 비에이치아이, IBK투자증권

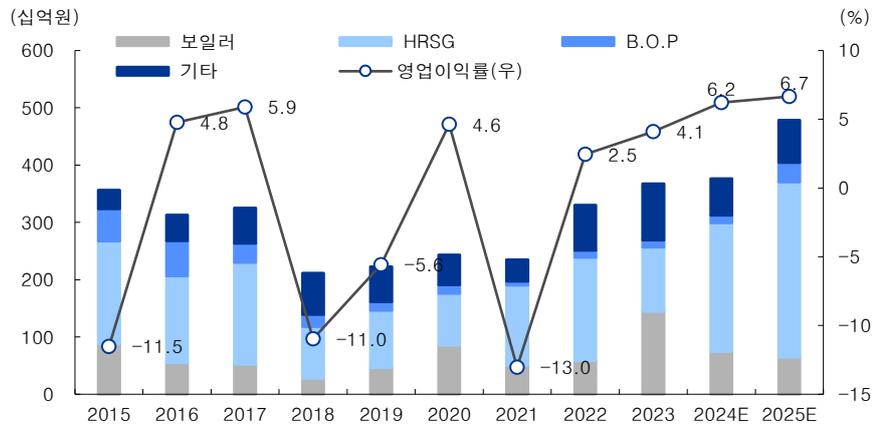
주: 보일러: 화력발전\_ 급수를 가열하여 과열증기를 생산

HRSG(폐열회수 보일러): 복합화력발전\_ 가스터빈에서 배출되는 고온의 배기가스를 회수하여 스팀터빈을 구동하는 설비

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

기타: EPC 포함

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, IBK투자증권

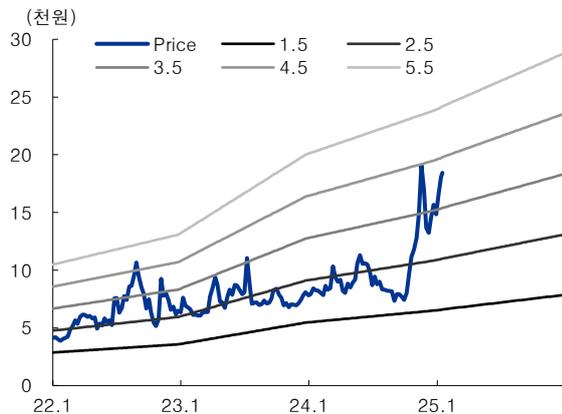
표 2. 비에이치아이 목표주가 산출

(1) PBR Valuation		(2) EV/EBITDA Valuation	
목표 PBR	5.5 배	EBITDA (2025E)	383 억원
예상 BPS (2025E)	4,331 원	Target Multiple	21.8 배
<b>적정주가</b>	<b>23,928 원</b>	목표 EV	8,368 억원
현재주가	18,440 원	(-) Net Debt	1,688 억원
<b>상승여력</b>	<b>29.8 %</b>	(+) Investment Securities	250 억원
		(-) Minority Interest	0 억원
		목표 시가총액	6,929 억원
		주식수	30,944 천주
		<b>적정주가</b>	<b>22,392 원</b>
		현재주가	18,440 원
		<b>상승여력</b>	<b>21.4 %</b>
PBR (2022-24E 평균)		EV/EBITDA (2022-24E 평균)	
<b>최고치</b>	<b>5.5 배</b>	<b>최고치</b>	<b>21.8 배</b>
최저치	2.1 배	최저치	12.5 배
평균치	3.1 배	평균치	15.4 배
		* 2개 방법 평균	
		(1) PBR	23,928 원
		(2) EV/EBITDA	22,392 원
		<b>적정주가</b>	<b>23,160 원</b>
		<b>목표주가</b>	<b>23,000 원</b>
		현재주가	18,440 원
		<b>상승여력</b>	<b>24.7 %</b>

자료: IBK투자증권

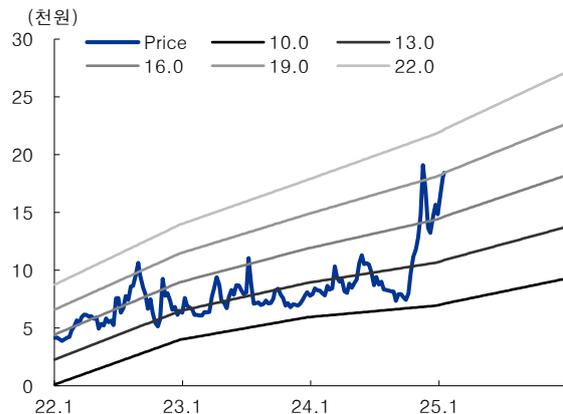
주1: 올해 예상 실적 기준, 최근 3개년동안 각 년도의 PBR, EV/EBITDA 배수 최고치를 평균한 값을 사용해 목표주가 산출  
 주2: 해외 수주 호조에 따라 과거 10년래 수주 총액이 가장 높은 수준임을 고려해 PBR, EV/EBITDA 배수 최고치 적용

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	330	367	376	479	592
증가율(%)	40.6	11.3	2.5	27.2	23.8
매출원가	295	324	316	401	496
매출총이익	35	43	60	78	97
매출총이익률 (%)	10.6	11.7	16.0	16.3	16.4
판매비	27	28	37	46	56
판매비율(%)	8.2	7.6	9.8	9.6	9.5
영업이익	8	15	23	32	40
증가율(%)	-126.5	86.1	55.2	36.1	25.6
영업이익률(%)	2.4	4.1	6.1	6.7	6.8
순금융손익	-29	-12	-11	-7	-9
이자손익	-9	-11	-9	-9	-11
기타	-20	-1	-2	2	2
기타영업외손익	1	2	1	0	0
종속/관계기업손익	-1	-1	0	0	0
세전이익	-21	4	13	24	31
법인세	-2	-4	-3	3	4
법인세율	9.5	-100.0	-23.1	12.5	12.9
계속사업이익	-19	7	16	21	28
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-19	7	16	21	28
증가율(%)	-44.7	-139.0	116.3	32.5	29.5
당기순이익률 (%)	-5.8	1.9	4.3	4.4	4.7
지배주당기순이익	-19	8	16	21	28
기타포괄이익	1	-1	23	0	0
총포괄이익	-18	7	39	21	28
EBITDA	19	26	31	38	46
증가율(%)	-194.1	37.6	19.4	25.0	19.9
EBITDA마진율(%)	5.8	7.1	8.2	7.9	7.8

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-735	267	522	691	895
BPS	1,897	2,377	3,639	4,331	5,225
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-8.8	30.4	29.6	26.7	20.6
PBR	3.4	3.4	4.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	19.0	15.0	19.6	19.3	16.2
성장성지표(%)					
매출증가율	40.6	11.3	2.5	27.2	23.8
EPS증가율	-44.7	-136.2	95.7	32.5	29.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-33.6	12.2	17.3	17.3	18.7
ROA	-4.6	1.7	3.2	3.3	3.7
ROIC	-8.0	3.4	7.1	7.5	8.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	807.1	477.2	424.6	417.6	399.8
순차입금 비율(%)	372.0	181.1	108.8	126.1	106.8
이자보상배율(배)	0.9	1.3	2.2	2.9	3.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	14.8
재고자산회전율	82.9	74.4	37.0	25.7	24.5
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	202	188	328	432	547
현금및현금성자산	24	14	38	23	43
유가증권	3	9	11	13	16
매출채권	0	0	0	25	55
재고자산	4	6	15	22	26
비유동자산	247	237	263	262	262
유형자산	196	192	218	217	216
무형자산	19	17	16	14	13
투자자산	29	23	24	25	26
자산총계	449	425	591	694	808
유동부채	310	321	433	504	581
매입채무및기타채무	33	20	25	31	37
단기차입금	148	114	131	164	191
유동성장기부채	6	43	40	40	40
비유동부채	90	31	45	56	65
사채	17	0	0	0	0
장기차입금	41	0	0	0	0
부채총계	400	352	478	560	647
지배주주지분	49	74	113	134	162
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	11	26	26	26	26
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	60	60	84	84	84
이익잉여금	-34	-27	-12	9	37
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	50	74	113	134	162
비이자부채	188	195	306	355	415
총차입금	212	157	172	205	232
순차입금	186	134	123	169	173

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	15	44	21	7	9
당기순이익	-19	7	16	21	28
비현금성 비용 및 수익	38	27	14	14	15
유형자산감가상각비	8	8	6	5	5
무형자산상각비	2	2	2	1	1
운전자본변동	6	20	1	-19	-23
매출채권등의 감소	-39	15	-26	-25	-30
재고자산의 감소	-2	-2	-9	-8	-4
매입채무등의 증가	7	-15	5	6	5
기타 영업현금흐름	-10	-10	-10	-9	-11
투자활동 현금흐름	-25	-15	-51	-92	-66
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-4	-3	-4	-4
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-22	-10	-48	-87	-61
재무활동 현금흐름	23	-39	51	70	78
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	23	-39	51	70	78
기타 및 조정	0	0	3	0	0
현금의 증가	13	-10	24	-15	21
기초현금	11	24	14	38	23
기말현금	24	14	38	23	43

**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												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	91.7
Trading Buy (중립)	7	4.9
중립	5	3.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

