

Company Update

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

매수 (유지)

목표주가 (상향) 72,000원
현재가 (1/19) 61,200원

KOSDAQ (1/19) 968.36pt
시가총액 1,894십억원
발행주식수 30,944천주
액면가 500원
52주 최고가 64,200원
최저가 15,480원
60일 일평균거래대금 66십억원
외국인 지분율 19.0%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
박은미 외 5 인 23.67%
우종인 8.47%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	5%	38%	153%
절대기준	11%	63%	238%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	72,000	62,000	▲
EPS(25)	2,003	2,036	▼
EPS(26)	2,936	2,898	▲

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)

수주 확대에 따른 실적 가시성 확대

4Q25 이익 성장 크겠지만, 시장기대치는 높은 편

2025년 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,149억원(+46.1% yoy), 166억원(+116.2% yoy)으로 전망된다. 매출은 컨센서스(2,135억원)에 부합하나, 영업이익은 컨센서스(213억원)를 하회할 것으로 예상된다. HRSG(배열회수보일러) 부문의 호조가 지속되며 이익 증가 폭은 크겠지만, 시장 기대치가 다소 높게 형성된 것으로 보인다. 4분기 신규 수주는 약 4,300억원(대만 2,500억원, 베트남 700억원, 국내 500억원, 일본 200억원 등)으로 예상되며, 이에 따라 연간 수주 금액은 1.8조원으로 2024년 수주 금액(1.4조원)과 회사 가이던스(1.5조원)를 모두 상회했을 전망이다.

HRSG 부문의 실적 견인 지속

실적 성장을 견인하고 있는 HRSG 부문의 4Q25 매출은 1,704억원(+56.2% yoy)으로 전망된다. 2024년 하반기~2025년 초 수주분이 본격적으로 매출에 반영되는 가운데, 루마2 및 나이라야2 프로젝트의 매출 인식 비중이 클 것으로 예상된다. 한편 2024년 수주한 타이바·카심 프로젝트는 상반기 중 매출 인식이 마무리될 전망이다. B.O.P(원자력 보조기기) 부문은 신항을 3·4호기 관련 약 1,500억원을 수주했으나, 납품 일정상 작년까지는 매출 반영이 제한적이었다. 다만 올해부터 순차적인 납품이 시작되며 연간 300~400억원 수준의 매출 기여가 가능할 전망이다. 또한 작년 중순부터 매출 인식이 시작된 수원 열병합발전소 EPC(계약금액: 2,400억원)는 공정률에 따라 2029년 말까지 매출 인식이 지속될 예정이다.

올해 연 매출 1조원, 수주금액 2조원 달성 기대

올해 연결 매출은 1조 86억원(+39.3% yoy), 영업이익은 972억원(+43.4% yoy)으로 전망된다. 2024~25년 수주 물량이 충분히 확보됐고, HRSG 수요 증가세가 이어지고 있어 연 매출 1조원 달성 가시성이 높아 보인다. 연간 수주 금액은 2조원(+14% yoy)까지 확대될 것으로 예상된다. 이에 매수 의견을 유지하며, 높아진 밸류에이션을 반영해 Target PBR은 5.5배에서 7.1배로, EV/EBITDA 멀티플은 22.4배에서 23.7배로 각각 상향 조정함에 따라 목표주가를 72,000원으로 16.1% 상향한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	724	1,009	1,243
영업이익	15	22	68	97	125
세전이익	4	-4	79	116	146
지배주주순이익	8	20	62	91	114
EPS(원)	267	633	2,003	2,936	3,691
증가율(%)	-136.2	137.6	216.2	46.6	25.7
영업이익률(%)	4.1	5.4	9.4	9.6	10.1
순이익률(%)	1.9	4.9	8.6	9.0	9.2
ROE(%)	12.2	20.6	42.4	41.1	35.3
PER	30.4	24.4	26.1	20.8	16.6
PBR	3.4	4.1	9.2	7.1	5.0
EV/EBITDA	15.0	20.9	22.1	18.2	14.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 비에이치아이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	135.3	169.3	204.7	214.9	178.1	219.0	272.3	339.2	404.7	724.2	1,008.6
보일러	20.1	27.2	29.3	15.4	23.3	33.4	34.4	18.6	68.4	92.1	109.7
HRSG	98.7	103.3	89.4	170.4	131.7	139.6	139.2	270.4	259.0	461.8	680.9
B.O.P	4.2	0.8	1.1	4.8	9.4	3.3	5.4	23.3	14.3	10.8	41.4
기타	12.3	38.0	84.8	24.4	13.7	42.8	93.3	26.8	63.0	159.5	176.6
YoY	85.1%	96.2%	108.4%	46.1%	31.6%	29.3%	33.0%	57.8%	10.2%	78.9%	39.3%
보일러	23.1%	-0.5%	146.4%	20.6%	15.6%	22.6%	17.3%	20.8%	-52.7%	34.6%	19.1%
HRSG	128.9%	186.0%	26.5%	56.2%	33.5%	35.1%	55.7%	58.7%	130.8%	78.3%	47.5%
B.O.P	36.6%	-78.9%	-72.0%	31.9%	123.8%	319.6%	387.6%	391.1%	16.0%	-24.2%	281.9%
기타	16.3%	98.5%	626.1%	12.7%	11.5%	12.6%	10.0%	10.0%	-35.9%	153.1%	10.7%
매출원가	112.5	139.0	176.5	178.4	146.9	179.6	232.0	279.8	345.6	606.4	838.4
YoY	82.0%	89.5%	107.8%	42.1%	30.6%	29.2%	31.5%	56.9%	6.7%	75.5%	38.2%
% COGS	83.2	82.1	86.2	83.0	82.5	82.0	85.2	82.5	85.4	83.7	83.1
매출총이익	22.8	30.3	28.2	36.5	31.2	39.4	40.3	59.4	59.1	117.8	170.2
YoY	101.7%	133.6%	111.8%	69.5%	36.8%	30.2%	43.0%	62.4%	36.1%	99.2%	44.5%
% GPM	16.8	17.9	13.8	17.0	17.5	18.0	14.8	17.5	14.6	16.3	16.9
판매관리비	10.3	9.9	9.8	20.0	13.7	12.9	15.3	31.2	37.2	50.0	73.1
YoY	33.0%	41.6%	15.1%	43.8%	32.6%	30.7%	55.2%	56.1%	31.2%	34.6%	46.1%
% SG&A	7.6	5.8	4.8	9.3	7.7	5.9	5.6	9.2	9.2	6.9	7.2
영업이익	12.4	20.4	18.4	16.6	17.5	26.5	25.1	28.2	21.9	67.7	97.2
YoY	253.4%	240.9%	284.8%	116.2%	40.3%	30.0%	36.5%	70.1%	45.3%	208.9%	43.4%
% OPM	9.2	12.0	9.0	7.7	9.8	12.1	9.2	8.3	5.4	9.4	9.6

자료: 비에이치아이, IBK투자증권

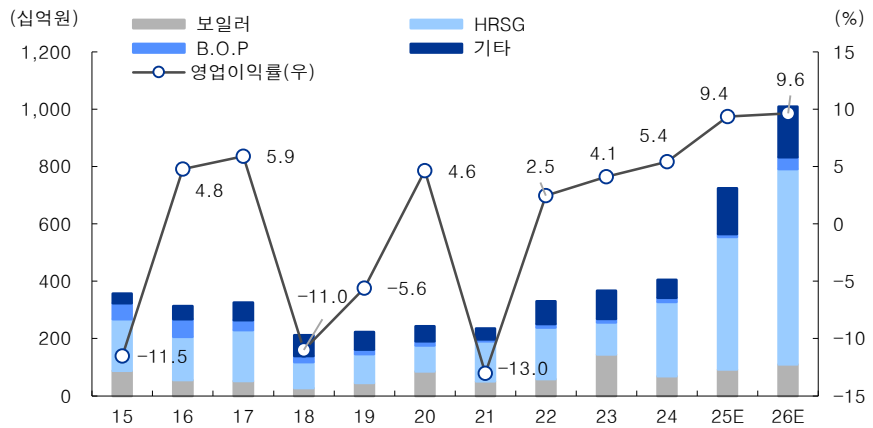
주: 보일러: 화력발전_급수를 가열하여 과열 증기를 생산

HRSG(Heat Recovery Steam Generator, 배열회수 보일러): 복합화력발전_가스터빈에서 배출되는 고온의 배기가스를 회수하여 스팀터빈을 구동하는 설비

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

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	7.1 배	EBITDA (2026E)	1,085 억원
예상 BPS (2026E)	8,614 원	Target Multiple	23.7 배
적정주가	61,156 원	목표 EV	25,724 억원
현재주가	61,200 원	(-) Net Debt	821 억원
상승여력	-0.1 %	(+) Investment Securities	618 억원
		(-) Minority Interest	0 억원
		목표 시가총액	25,521 억원
		주식수	30,944 천주
		적정주가	82,474 원
		현재주가	61,200 원
		상승여력	34.8 %
PBR (2022-25E 평균)		EV/EBITDA (2022-25E 평균)	
최고치	7.1 배	최고치	23.7 배
최저치	2.2 배	최저치	11.4 배
평균치	3.9 배	평균치	15.9 배
		* 2개 방법 평균	
		(1) PBR	61,156 원
		(2) EV/EBITDA	82,474 원
		적정주가	71,815 원
		목표주가	72,000 원
		현재주가	61,200 원
		상승여력	17.6 %

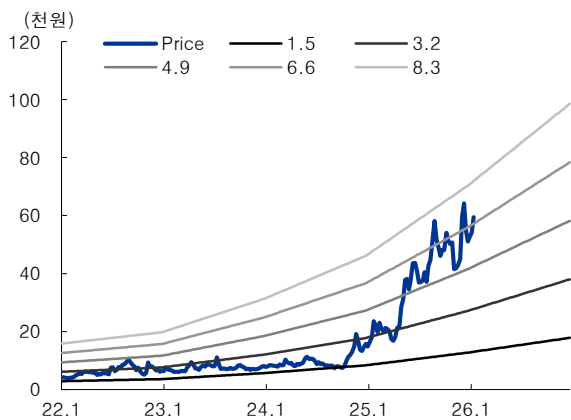
자료: IBK투자증권

주1: 올해 예상 실적 기준, 과거 4개년동안 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

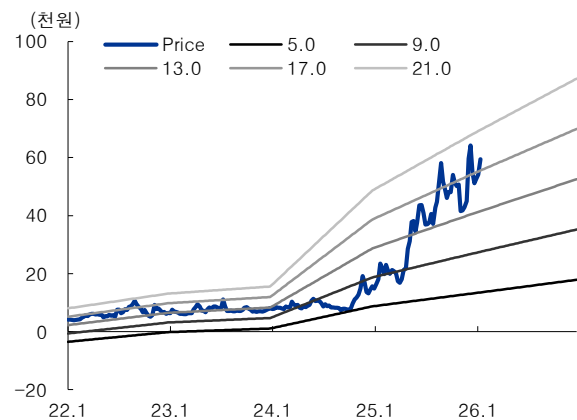
주3: 기존 2022-24 평균 PBR(5.5배)과 EV/EBITDA(22.4배)를 반영했으나, 최근 높아진 밸류에이션을 고려해 2022-25E 평균 PBR(7.1배)과 EV/EBITDA(23.7배)로 상향 반영함

그림 2. 비에이치아이 Fwd PBR 밴드 차트



자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 3. 비에이치아이 Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

비에이치아이 (083650)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	724	1,009	1,243
증가율(%)	11.3	10.2	78.9	39.3	23.2
매출원가	324	346	606	838	1,029
매출총이익	43	59	118	170	214
매출총이익률 (%)	11.7	14.6	16.3	16.8	17.2
판매비	28	37	50	73	89
판매비율(%)	7.6	9.1	6.9	7.2	7.2
영업이익	15	22	68	97	125
증가율(%)	86.1	45.3	208.9	43.4	29.0
영업이익률(%)	4.1	5.4	9.4	9.6	10.1
순금융손익	-12	-26	10	17	20
이자손익	-11	-9	-4	-1	0
기타	-1	-17	14	18	20
기타영업외손익	2	1	2	2	0
중속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	4	-4	79	116	146
법인세	-4	-24	17	25	31
법인세율	-100.0	600.0	21.5	21.6	21.2
계속사업이익	7	20	62	91	114
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	20	62	91	114
증가율(%)	-139.0	162.4	216.3	46.5	25.7
당기순이익률 (%)	1.9	4.9	8.6	9.0	9.2
지배주주당기순이익	8	20	62	91	114
기타포괄이익	-1	23	-3	0	0
총포괄이익	7	43	59	91	114
EBITDA	26	28	78	109	138
증가율(%)	37.6	9.0	177.0	40.0	27.0
EBITDA마진율(%)	7.1	6.9	10.8	10.8	11.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	267	633	2,003	2,936	3,691
BPS	2,377	3,760	5,677	8,614	12,304
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	30.4	24.4	26.1	20.8	16.6
PBR	3.4	4.1	9.2	7.1	5.0
EV/EBITDA	15.0	20.9	22.1	18.2	14.2
성장성지표(%)					
매출증가율	11.3	10.2	78.9	39.3	23.2
EPS증가율	-136.2	137.6	216.2	46.6	25.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	12.2	20.6	42.4	41.1	35.3
ROA	1.7	4.1	9.9	11.3	12.4
ROIC	3.4	9.4	28.2	34.0	32.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	477.2	350.7	314.6	231.6	152.9
순차입금 비율(%)	181.1	92.2	52.3	30.7	17.3
이자보상배율(배)	1.3	2.1	10.2	14.5	23.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	74.4	49.6	83.9	121.3	110.6
총자산회전율	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	188	247	443	580	658
현금및현금성자산	14	18	25	31	50
유가증권	9	2	2	7	8
매출채권	0	0	0	0	10
재고자산	6	11	6	10	12
비유동자산	237	277	286	304	305
유형자산	192	222	216	212	204
무형자산	17	16	17	15	14
투자자산	23	25	44	62	69
자산총계	425	525	729	884	963
유동부채	321	380	517	561	514
매입채무및기타채무	20	40	43	51	62
단기차입금	114	125	118	119	123
유동성장기부채	43	2	1	1	1
비유동부채	31	28	36	57	69
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	352	408	553	617	582
지배주주지분	74	116	176	267	381
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	26	26	26	26	26
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	60	84	83	83	83
이익잉여금	-27	-8	52	143	257
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	74	116	176	267	381
비이자부채	195	281	433	497	457
총차입금	157	127	120	120	125
순차입금	134	107	92	82	66

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44	40	128	104	116
당기순이익	7	20	62	91	114
비현금성 비용 및 수익	27	17	12	-8	-8
유형자산감가상각비	8	4	8	10	11
무형자산상각비	2	2	2	2	1
운전자본변동	20	13	59	22	9
매출채권등의 감소	15	22	-49	0	-10
재고자산의 감소	-2	-5	4	-4	-2
매입채무등의 증가	-15	18	2	8	11
기타 영업현금흐름	-10	-10	-5	-1	1
투자활동 현금흐름	-15	0	-93	-157	-61
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-4	-8	-6	-3
유형자산의 감소	0	0	7	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	-17	-18	-8
기타	-10	5	-72	-133	-50
재무활동 현금흐름	-39	-37	-26	58	-36
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-39	-37	-26	58	-36
기타 및 조정	0	1	-1	1	0
현금의 증가	-10	4	8	6	19
기초현금	24	14	18	25	31
기말현금	14	18	25	31	50

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												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

