

2024. 11. 21



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

-원

현재주가 (11.21)

16,900 원

상승여력

-

KOSDAQ

680.67pt

시가총액

5,230억원

발행주식수

3,094만주

유동주식비율

59.30%

외국인비중

6.30%

52주 최고/최저가

17,920원/6,920원

평균거래대금

309.1억원

주요주주(%)

박은미 외 7 인

40.69

주가상승률(%)

1개월

6개월

12개월

절대주가

60.5

80.6

141.4

상대주가

79.2

124.5

189.8

주가그래프



비에이치아이 083650

설레는 마음으로 기다리는 2025 년

- ✓ 2024년 연간 수주는 약 1.4조원을 기록하며 역대 최고 수준
- ✓ 2025년도 중동 HRSG 수출에 힘입어 1조원 내외의 호황을 유지
- ✓ 2025년부터 대형원전 보조기기 수주 시작. SMR은 글로벌 회사들과 초기 단계 논의
- ✓ 최근 주가 상승에도 불구하고 수주와 시총 간의 괴리가 큼
- ✓ 2025년 수주 지속성 확인과 매출 성장을 통해 De-rating 요인 해소

2024년 역대 최고 수주, 이대로 끝날 것 같지가 않다.

2024년 연간 수주는 약 1.4조원을 기록하며 역대 최고 수준(2011년 약 8천억원)을 훌쩍 뛰어넘을 전망이다. 이 중 대부분(9천억원 이상)은 가스복합발전소 HRSG 제품이다. 일본, 중동으로의 수출 물량 덕분에 급성장을 이뤄낼 수 있었다. 2025년 연간 수주는 약 1조원 내외로 2024년보다는 감소하겠으나 수주 호황을 이어갈 전망이다. 지역적으로는 중동, 국내, 일본 순서대로 수주 파이프라인이 크다. 특히 사우디, 카타르 등 중동에서 가스 발전으로의 급격한 전환이 이뤄지고 있다.

아직 초기 단계인 SMR 사업, 대형 원전은 2025년부터 수주 시작

아직 SMR 밸류체인 내 동사가 공급할 보조기기의 종류, 범위가 정해지진 않았다. 현재 일부 국내 EPC 회사들을 통해 글로벌 메이저 SMR 설계 회사들과 보조기기 공급 관련 협력이 이루어지고 있는 초기 단계다. 단기적인 수주를 기대할 수는 없으나 시장 개화 시 중소형주 중에서 글로벌 수혜를 받을 수 있는 종목 중 하나다. 대형원전 수주는 2025년부터 내수 수주, 2026년부터 수출 수주가 시작된다.

그간 저평가 폭이 컸기에 앞으로도 기대할 수 있는 Upside

하반기 주가 상승에도 불구하고 여전히 연간 수주 규모(1조원 초중반대)와 시가총액(약 5천억원) 간의 괴리가 크다. 1)수주 지속성에 대한 의문이 있고, 2)수주가 매출로 전환되는 데 시차가 있기 때문이다(2024년 신규 수주 중 일본 프로젝트가 공사기간이 길기 때문). 2025년 상반기 추가 수출 수주를 통해 지속성이 확인되고, 2026년부터 본격적인 매출 성장이 나타나면서 De-rating 요인이 단계적으로 해소된다. 3Q24 환율 효과로 일시적으로 부진했던 마진도 4Q24부터 반등할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	222.9	-12.5	-14.8	-569	0.0	2,685	-3.7	0.8	-60.1	-19.2	429.9
2020	243.4	11.3	4.5	174	흑전	3,770	14.7	0.7	11.1	5.4	301.9
2021	234.9	-30.6	-34.6	-1,330	적전	2,474	-3.1	1.7	-14.4	-42.6	505.9
2022	330.2	8.1	-19.1	-735	적지	1,897	-8.8	3.4	19.1	-33.6	807.1
2023	367.4	15.1	7.5	267	흑전	2,377	30.4	3.4	14.9	12.2	477.2

급성장을 이뤄낸 2024년. 2025년, 2026년도 만만찮다

2025년 연간 수주는 약 1조원 내외로 2024년보다는 감소하겠으나 수주 호황을 이어갈 전망이다. 2025년에는 일본 수출 가능한 물량은 미미하나, 사우디, 카타르 등 중동 지역을 중심으로 2025년 상반기 수출 호조가 예상된다.

중동 지역의 공격적인 가스 발전 확대와 미국 LNG 물량 확대를 감안했을 때 이번 수주 Upcycle은 1~2년 내 끝날 성격은 아니다. 중동 지역에서는 사우디와 카타르에 주목해야하는데, 특히 사우디는 2020년대 후반 가동을 목표로 20GW 규모의 패스트트랙 프로젝트들을 추진하고 있어 2025년부터 본격적인 수주 확대가 예상된다. 탄소 배출을 줄이고, 가스 생산 확대 및 원유 수출 증가를 도모하기 위한 구조적인 변화다.

여기에 2024년 지연됐던 신한울 3,4호기를 비롯한 원전 보조기기 수주가 본격적으로 시작될 전망이다. 2026년 전후로 체코, 폴란드 등 수출 시장까지 개화될 전망이다. SMR은 일부 국내 EPC 회사들을 통해 글로벌 메이저 SMR 설계 회사들과 보조기기 공급 관련 협의가 이루어지고 있는 초기 단계다

아직 초기 논의 단계이지만 우크라이나 재건 시 신규 사업 기회도 기대해볼 수 있다. 빠른 재건을 위해 우크라이나 내에 이동 가능한 소형 모듈형 가스터빈을 설치하는 방안이 검토 중인데, 여기에 동사의 HRSG를 공급하는 방안이 협의 중이다.

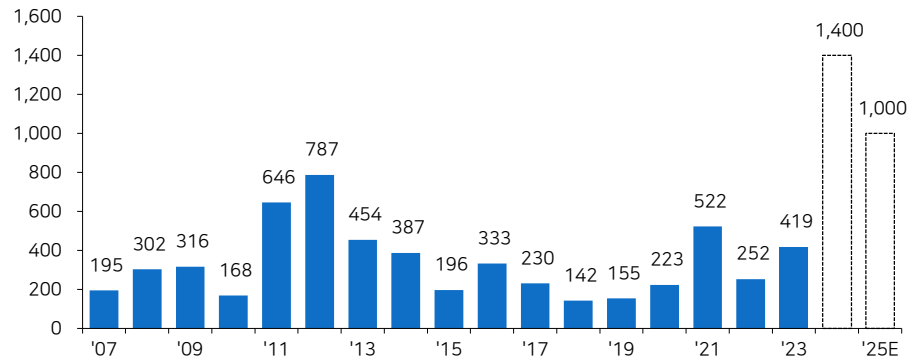
표1 사우디가 진행 중인 가스 발전 프로젝트 목록

프로젝트	상업운전일	위치	용량(GW)	사업자
Rumah 1	2028	Central Region, Saudi Arabia	1.8	Saudi Power Procurement Company (SPPC), ACWA Power, JERA, Al-Bawani
Rumah 2	2028	Central Region	1.8	TAQA, JERA, Al Bawani
Nairiyah 1	2028	Eastern Province, Saudi Arabia	1.8	Saudi Electricity Company, ACWA Power, KEPCO
Nairiyah 2	2028	Eastern Province, Saudi Arabia	1.8	TAQA, JERA, Al Bawani
Qassim 1	2027	Al-Qassim, Saudi Arabia	1.8	ACWA Power, Saudi Electricity Company
Qassim 2	2027	Taibah, Al Qassim, Saudi Arabia	1.8	Aljomaih Energy & Water Co., Ajlan & Bros Group, Buhur for Investment Company, EDF Group
Taiba 1	2027	Al Madinah, Saudi Arabia	1.8	ACWA Power, Saudi Electricity Company, SEPCOIII Electric Power Construction
Taiba 2	2026	Medina, Western Region, Saudi Arabia	1.8	Aljomaih Energy & Water Company, Ajlan & Bros Group, Buhur for Investment Company, EDF Group
Riyadh 16	미정	Riyadh, Saudi Arabia	3.6	
Al-Rais	미정	Al-Rais, Al-Madinah, Saudi Arabia	2.4	Saudi Electricity Company, ACWA Power
합계			20.4	

자료: MEED, Power Technology, 메리츠증권 리서치센터

그림1 비에이치아이 수주 추이 및 전망

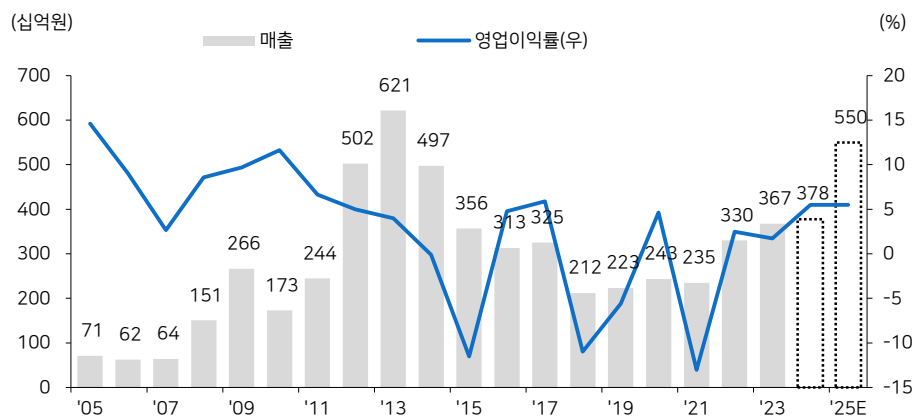
(십억원)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 비에이치아이 실적 추이 및 전망

(십억원)



자료: 메리츠증권 리서치센터

비에이치아이 (083650)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	222.9	243.4	234.9	330.2	367.4
매출액증가율(%)	5.2	9.2	-3.5	40.6	11.3
매출원가	214.3	209.4	241.3	295.3	324.0
매출총이익	8.5	34.1	-6.4	34.9	43.4
판매관리비	21.0	22.8	24.3	26.8	28.4
영업이익	-12.5	11.3	-30.6	8.1	15.1
영업이익률(%)	-5.6	4.6	-13.0	2.5	4.1
금융손익	-7.8	-9.6	-6.7	-29.0	-12.0
종속/관계기업손익	0.0	-0.4	-0.7	-1.2	-1.4
기타영업외손익	4.6	3.3	3.5	1.3	2.1
세전계속사업이익	-15.6	4.5	-34.5	-20.8	3.8
법인세비용	-0.9	-0.1	0.1	-1.7	-3.6
당기순이익	-14.8	4.6	-34.6	-19.1	7.5
지배주주지분 순이익	-14.8	4.5	-34.6	-19.1	7.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	18.1	3.5	-17.6	15.2	43.7
당기순이익(손실)	-14.8	4.6	-34.6	-19.1	7.5
유형자산상각비	6.5	6.3	8.5	8.2	8.4
무형자산상각비	2.6	2.3	2.3	2.4	2.2
운전자본의 증감	21.1	-8.9	-2.0	6.0	19.7
투자활동 현금흐름	-5.9	2.7	-6.6	-25.2	-15.0
유형자산의증가(CAPEX)	-0.2	-0.3	-1.0	-1.5	-4.2
투자자산의감소(증가)	-1.8	-2.0	-0.9	-3.1	5.5
재무활동 현금흐름	-2.6	1.3	13.0	22.5	-38.7
차입금의 증감	-1.7	1.1	16.2	22.4	-58.0
자본의 증가	-0.4	0.0	0.0	3.0	17.7
현금의 증가(감소)	8.6	6.9	-11.0	12.6	-9.7
기초현금	6.5	15.1	22.0	11.0	23.6
기말현금	15.1	22.0	11.0	23.6	13.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	140.7	134.9	135.2	202.2	188.1
현금및현금성자산	15.1	22.0	11.0	23.6	13.9
매출채권	20.2	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	5.0	4.6	3.6	4.4	5.5
비유동자산	229.4	259.4	255.1	247.1	237.4
유형자산	185.7	210.1	203.1	196.1	192.1
무형자산	20.4	21.6	21.5	18.8	17.0
투자자산	22.9	25.0	25.9	29.0	23.4
자산총계	370.2	394.3	390.2	449.4	425.5
유동부채	233.6	221.9	249.8	309.9	321.1
매입채무	26.9	35.1	26.2	33.0	20.2
단기차입금	99.6	99.6	123.1	148.4	113.8
유동성장기부채	35.8	34.9	25.4	6.1	42.6
비유동부채	66.7	74.3	76.1	89.9	30.6
사채	0.0	0.0	0.0	17.0	0.0
장기차입금	39.8	42.0	42.4	40.6	0.0
부채총계	300.3	296.2	325.8	399.8	351.8
자본금	13.0	13.0	13.0	13.0	15.5
자본잉여금	7.9	7.9	7.9	10.9	26.1
기타포괄이익누계액	36.7	59.9	60.2	60.1	59.8
이익잉여금	12.8	17.9	-16.1	-34.0	-27.2
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
자본총계	69.9	98.1	64.4	49.5	73.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022	2023
주당데이터(원)					
SPS	8,571	9,363	9,034	12,700	13,037
EPS(지배주주)	-569	174	-1,330	-735	267
CFPS	179	825	-327	728	1,214
EBITDAPS	-132	766	-763	718	911
BPS	2,685	3,770	2,474	1,897	2,377
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-3.7	14.7	-3.1	-8.8	30.4
PCR	11.9	3.1	-12.6	8.9	6.7
PSR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6
PBR	0.8	0.7	1.7	3.4	3.4
EBITDA(십억원)	-3.4	19.9	-19.8	18.7	25.7
EV/EBITDA	-60.1	11.1	-14.4	19.1	14.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-19.2	5.4	-42.6	-33.6	12.2
EBITDA 이익률	-1.5	8.2	-8.4	5.7	7.0
부채비율	429.9	301.9	505.9	807.1	477.2
금융비용부담률	4.1	3.6	2.9	2.8	3.1
이자보상배율(x)	-1.4	1.3	-4.4	0.9	1.3
매출채권회전율(x)	12.9	24.2			
재고자산회전율(x)	47.1	50.9	57.2	82.9	74.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율