



Not Rated

주가(2/4): 21,850원

시가총액: 6,761억원



스몰캡 Analyst 김학준

dilog10@kiwoom.com

RA 조재원

jwon2004@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/4)		719.92pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	23,500 원	7,220원
등락률	-7.0%	202.6%
수익률	절대	상대
1M	47.2%	44.3%
6M	162.0%	183.6%
1Y	167.1%	199.8%

Company Data

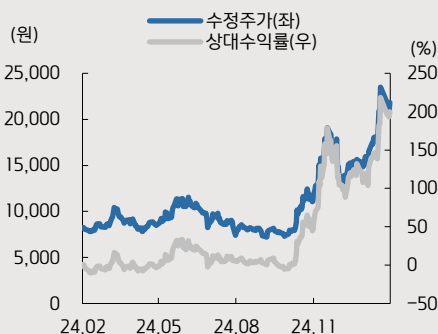
발행주식수	30,944 천주
일평균거래량(3M)	3,854천주
외국인 지분율	7.0%
배당수익률(2024E)	0.0%
BPS(2024E)	3,611원
주요 주주	박은미 외 7 인 40.7%

투자지표

(억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,302	3,674	3,837	5,556
영업이익	81	151	211	376
EBITDA	187	257	305	455
세전이익	-208	38	75	325
순이익	-191	75	105	254
지배주주지분순이익	-191	75	106	255
EPS(원)	-735	267	343	825
증감률(% YoY)	적지	흑전	28.7	140.4
PER(배)	-8.8	30.4	45.0	25.3
PBR(배)	3.42	3.41	4.28	4.75
EV/EBITDA(배)	19.0	14.8	19.4	16.1
영업이익률(%)	2.5	4.1	5.5	6.8
ROE(%)	-33.6	12.2	11.5	20.6
순차입금비용(%)	373.7	176.7	102.4	62.8

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



비에이치아이 (083650)

수주 지속 가능성에 주목



현재 동사의 실적과 주가를 견인하는 핵심 제품은 HRSG(배열회수보일러)이다. 글로벌 복합화력발전 수요 증가에 따라, 2024년 동사 신규 수주는 전년 대비 약 3배 증가하였으며, 향후 몇 년간 과거 대비 높은 수준의 신규 수주가 지속될 것이라 판단한다. 올해부터 높아진 수주잔고가 본격적으로 매출로 인식되기 시작할 예정이다.

>>> 수 년간 이어질 HRSG 수주 랠리

동사는 화력, 복합화력, 원자력 발전에 필요한 기자재를 설계, 제작하고 있다. 그 중, HRSG(배열회수보일러)가 매출액과 수주잔고 내 비중이 가장 높고, 현재 동사의 실적과 주가를 견인하는 핵심 제품이다. HRSG 수요 증가에 힘입어, 2024년 신규 수주는 전년 대비 3배 가량 성장한 약 1.4조원으로 추정된다. 올해 신규 수주도 1조원에 근접하거나 이를 상회할 것으로 예상되며, 향후 몇 년간 과거 대비 높은 수준의 신규 수주가 지속될 것이라 판단한다. 이는 글로벌 가스터빈 기업들의 수주 증가 흐름과 긍정적인 업황 전망에 부합한다.

>>> 곳곳에서 확인되는 수요에 대한 자신감

글로벌 가스터빈 업체들의 최근 실적 발표 내용에서 공통적으로 언급되는 내용들은 아래 3가지로 요약된다. 1)중동(석유→가스 전환)과 북미(데이터센터) 지역 수요가 매우 강력하고, 2)향후 몇 년간 최소 2024년 수준의 신규 수주가 지속될 것이며, 3)수급불균형으로 인해 가스터빈 가격이 상승하고 있다는 것이다. GE Vernova의 가스터빈 신규 수주는 2023년 9.6GW에서 2024년 20.2GW로 2배 이상 성장했으며, 2028년까지 매년 최소 20GW의 가스 장비 수주가 지속될 것으로 전망된다. 미쓰비시중공업 또한 현재 수준의 신규 수주가 앞으로 몇 년간은 지속될 것으로 전망했으며, 데이터센터 전력원으로서 적어도 향후 몇 년간은 가스 발전이 가장 경쟁력 있는 솔루션이라고 언급하는 대목에서 수요에 대한 강한 자신감을 엿볼 수 있었다.

>>> 실적 전망 및 기대 요인

2025년 매출액 5,556억원(+45% YoY), 영업이익 376억원(+78% YoY, OPM 6.8%)을 전망한다. 올해부터 높아진 수주잔고가 본격적으로 매출로 인식되기 시작할 예정이다. 상반기에 예상되는 수주가 나올 경우, 25년 매출액이 추가로 상향될 가능성도 있다.

향후 수주 지역의 다변화 또한 기대 요인이다. 동사는 올해부터 북미에서도 영업 활동을 개시할 계획인데, 미국 내 복합화력발전 수요가 강력한 만큼 수주 성과로 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 실제로 북미 지역에서 수주에 성공할 경우, 추가적인 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망이다.

원전 기자재 수주도 꾸준한 모습인데, 24년에 이어 올해도 500~1,000억원 규모의 신한울 3,4호기 기자재 수주가 예상된다. 올해 안으로 체코 원전 본계약 체결 시, 2H26에는 체코향 수주도 기대해볼 수 있다.

비에이치아이 기업 개요

동사는 화력, 복합화력, 원자력 발전에 필요한 주기기 및 보조기기를 설계, 제작하고 있다. 주요 제품은 보일러(화력 발전 주기기), HRSG(복합화력 주기기), 그 외 보조기기(BOP) 등이 있다. 현재 매출액과 수주잔고 내 비중이 가장 높은 제품은 HRSG(배열회수보일러)이다. HRSG는 가스터빈 발전 과정에서 발생한 열을 회수하여 스팀을 생산하고 이를 스팀터빈에 공급하여 2차 발전이 가능하도록 만드는 역할을 수행한다. 복합화력발전에서 가스터빈과 함께 설치되는 핵심 기자재인 셈이다. 따라서 글로벌 가스터빈 업체들의 수주 상황과 전망을 살펴봄으로써, 향후 HRSG 업황과 수주의 지속 가능성 또한 점검해볼 수 있을 것이다.

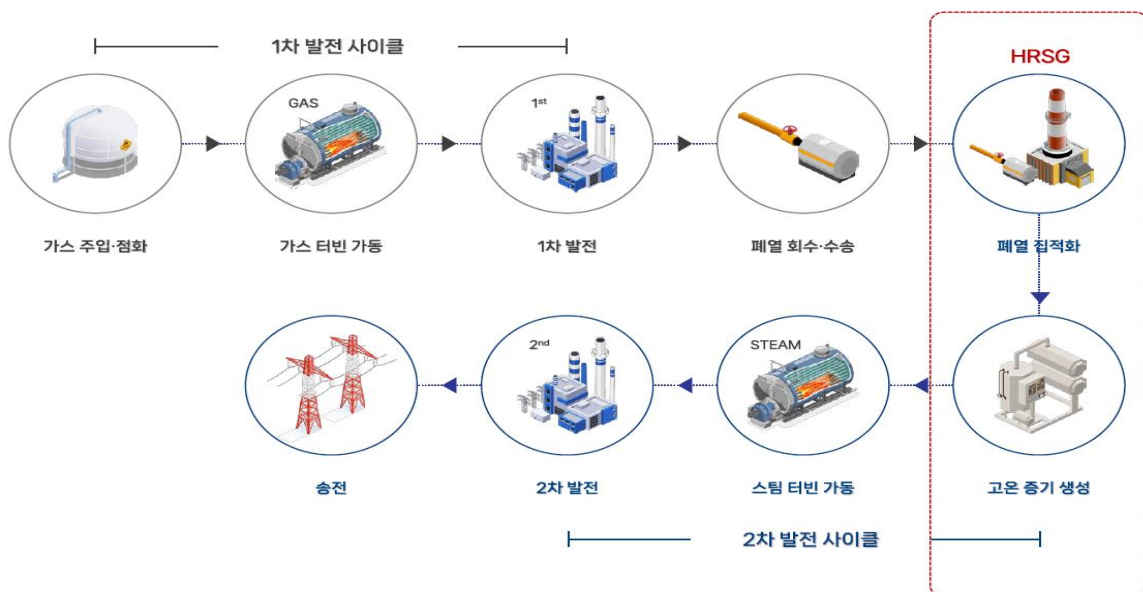
가스터빈 업체 들의 수주 현황 및 전망

글로벌 가스터빈 업체들의 최근 실적 발표 내용에서 공통적으로 언급되는 내용들은 아래 3가지로 요약된다. 1)특히 중동(석유→가스 전환)과 북미(데이터센터) 지역 수요가 매우 강력하고, 2)향후 몇 년간 최소 2024년 수준의 신규 수주가 지속될 것이며, 3)수급불균형으로 인해 가스터빈 가격이 상승하고 있다는 것이다. GE Vernova, 미쓰비시중공업, Siemens Energy 3사 모두 늘어나는 수요에 대응하기 위해 가스터빈 생산 CAPA를 확장하고 있다는 점도 인상적이다.

GE Vernova의 가스터빈 신규 수주 규모는 2023년 9.6GW에서 2024년 20.2GW로 2배 이상 성장했으며, 2028년까지 매년 최소 20GW의 가스 장비 수주가 지속될 것으로 전망된다. 2025년에 수주로 반영될 9GW 규모의 슬롯이 이미 예약되어 있다는 점은 수주 전망의 가시성을 높여준다. 2025년 터빈 계약 가격의 추가 상승을 예고하는 점이나, 현재 2028년 인도 가능한 마지막 슬롯을 판매하고 있다는 언급들을 통해 강력한 수요가 지속되고 있음을 확인할 수 있다.

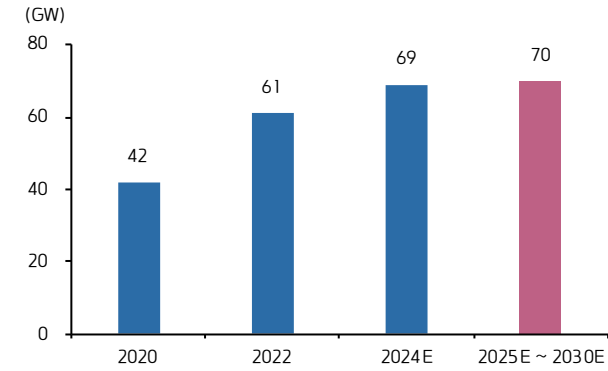
미쓰비시중공업 또한 중동과 북미 지역의 강력한 수요 덕분에 FY2024 에너지 사업부 신규 수주 전망치를 기존 1조 8,500억엔에서 2조엔으로 상향 조정했다. 또한, 현재 수준의 신규 수주가 앞으로 몇 년간은 지속될 것으로 전망했다. 데이터센터 전력원으로서 적어도 향후 몇 년간은 가스 발전이 가장 적합하고 경쟁력 있는 솔루션이라고 언급한 부분에서도 수요에 대한 강한 자신감을 엿볼 수 있었다.

복합화력발전 사이클 내 HRSG 역할



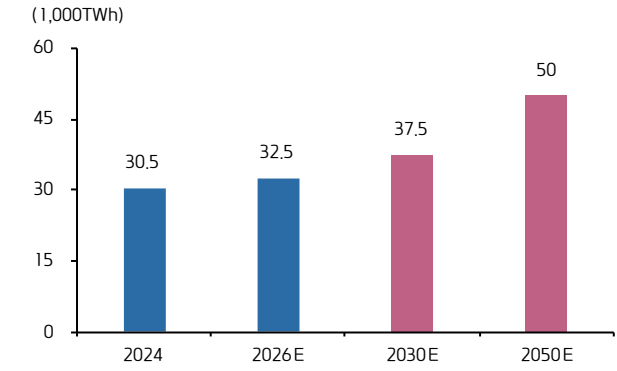
자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

가스터빈 시장 규모 전망



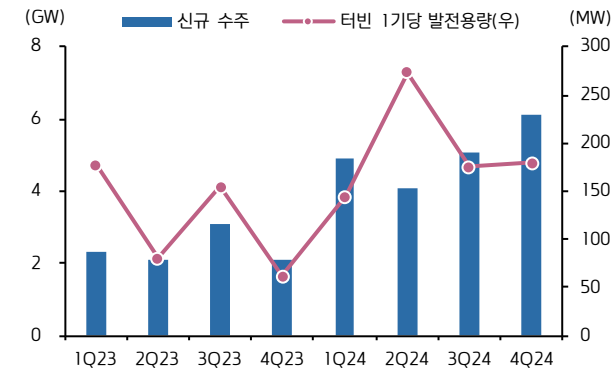
자료: S&P Global, Siemens Energy, 키움증권 리서치센터

글로벌 전력 수요 전망



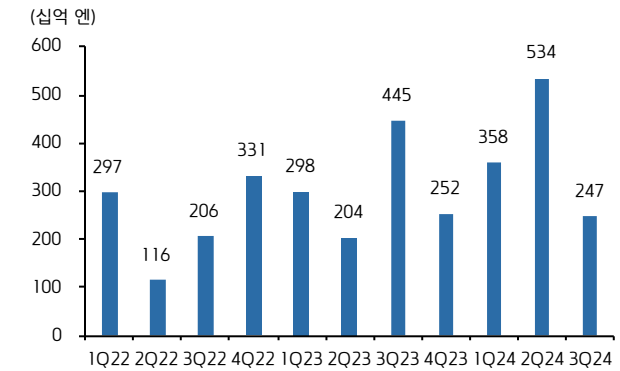
자료: S&P Global, IEA, Siemens Energy, 키움증권 리서치센터

GE Vernova 가스터빈 신규 수주 추이



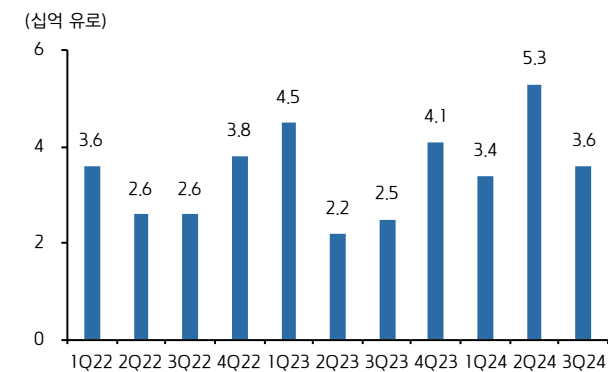
자료: GE Vernova, 키움증권 리서치센터

미쓰비시중공업 가스 사업부 신규 수주 추이



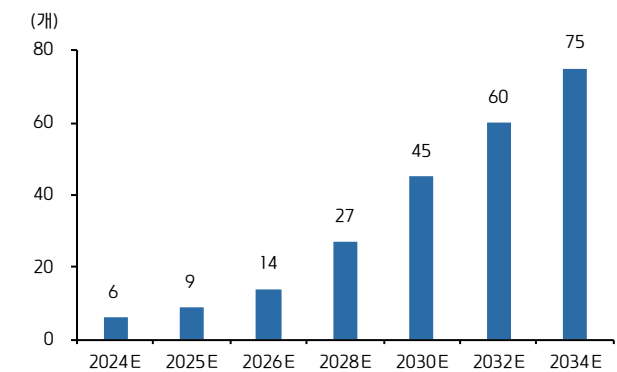
자료: 미쓰비시중공업, 키움증권 리서치센터

Siemens Energy 신규 수주 추이



자료: Siemens Energy, 키움증권 리서치센터

두산에너지빌리티 가스터빈 누적 수주 전망



자료: 두산에너지빌리티, 키움증권 리서치센터

비에이치아이
수주, 실적

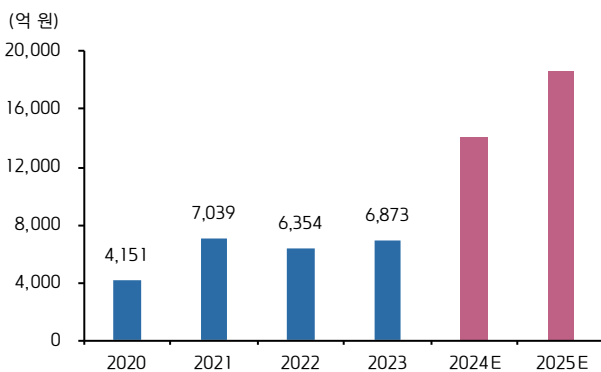
2024년 신규 수주 규모는 전년 대비 3배 가량 성장한 약 1.4조원이며, 이 중 1조원 이상이 HRSG 수주인 것으로 파악된다. 이는 글로벌 가스터빈 기업들의 2024년 수주 증가와 긍정적인 업황 전망에 부합하는 흐름이다. 2025년 동사의 신규 수주 규모는 재차 1조원에 근접하거나 이를 상회할 것으로 예상되며, 향후 몇 년간 과거 대비 높은 수준의 신규 수주가 지속될 것이라 판단한다. 가스터빈 1기당 발전 용량이 커지고 복합화력 발전소 규모가 점차 대형화됨에 따라, HRSG의 규모도 같이 확대될 전망이다. 이로 인해, 과거 대비 1건당 수주 금액이 증가하는 기조 역시 확인될 것으로 기대된다.

수주 지역의 다변화 또한 기대 요인이다. 지금까지는 사업 영역이 아시아와 중동 위주로 국한되어 있었는데, 올해부터 북미에서도 수주를 위한 영업 활동을 개시할 계획이다. 아시아 시장보다 경쟁 강도는 높을 것으로 예상되나, 미국 내 복합화력발전소에 대한 수요가 높아지고 있는 만큼 수주 성과로 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 동사는 미국계 기업이었던 Wood(Amec Foster Wheeler)로부터 HRSG 원천 기술을 인수하였고, 과거 미국에서 HRSG 2기를 공급했던 실적도 보유하고 있다. 실제로 북미 지역에서 수주에 성공할 경우, 추가적인 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망이다.

2025년 매출액 5,556억원(+45% YoY), 영업이익 376억원(+78% YoY, OPM 6.8%)을 전망한다. 올해부터 높아진 수주잔고가 본격적으로 매출로 인식되기 시작할 예정이다. 상반기에 예상되는 수주가 나올 경우, 25년 매출액이 추가로 상향될 가능성도 있다. 매출 규모 확대로 원재료 구매력이 동반 상승하며, 영업이익률은 전년 대비 1%p 이상 개선될 것으로 기대한다.

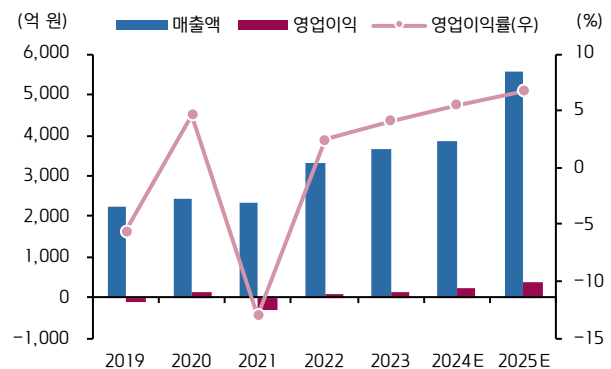
다만, 추후 매출 성장에도 영업이익률 개선 폭은 제한될 수밖에 없을 전망이다. 외주가공비, 원재료 매입 등 변동비 비중이 높고 프로젝트 수에 비례해서 설비 인력이 같이 증가하는 구조이기 때문이다.

비에이치아이 수주잔고 추이 및 전망



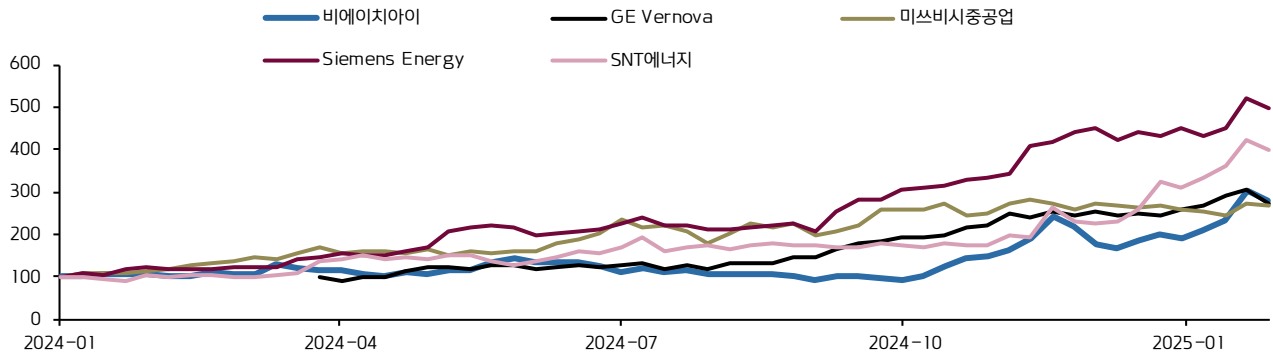
자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

비에이치아이 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

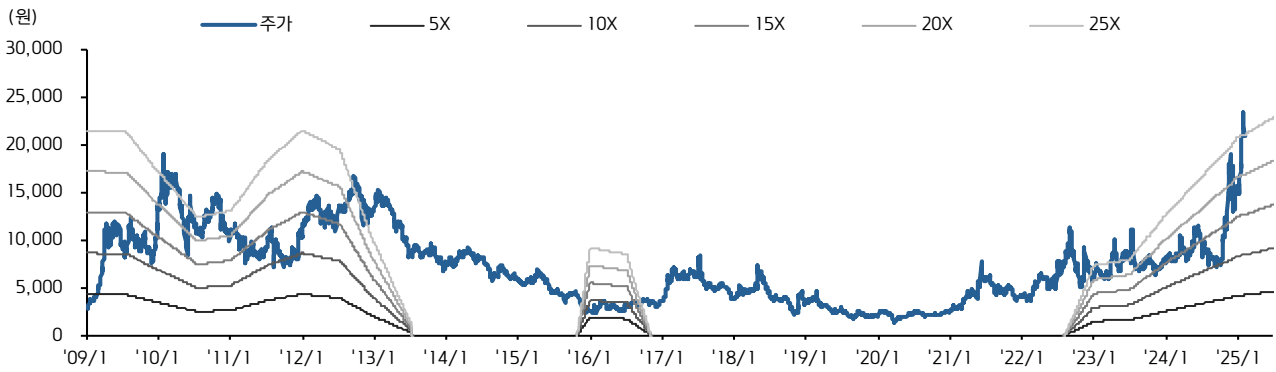
비에이치아이, 국내외 유사 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

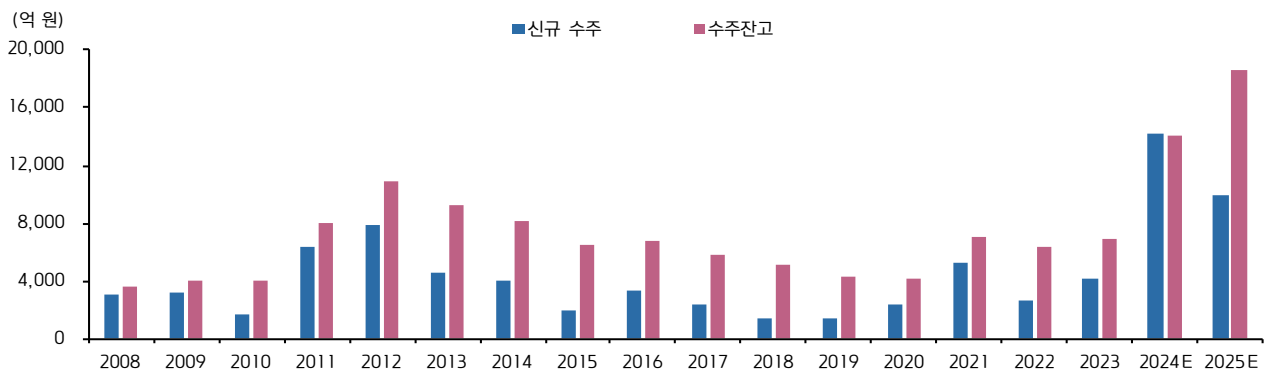
주: 2024년 1월 6일 주가를 100으로 환산. GE Vernova는 2024년 3월 29일 주가를 100으로 환산

비에이치아이 12개월 Forward P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

비에이치아이 연간 신규 수주, 수주잔고 추이



자료: 비에이치아이, 키움증권 리서치센터

원자력 보조기기

동사는 HRSG 뿐만 아니라 원자력 발전소에 필요한 보조기기들도 설계, 공급하고 있다. 7개에 달하는 다양한 제품 포트폴리오를 보유 중이며, 국내에서는 두산에너지빌리티와 경쟁하고 있다. 신한울 3,4호기를 시작으로 국내 신규 원전 수주에 적극 참여할 계획인데, 실제로 작년에 신한울 3,4호기에 합산 1,000억원 규모의 기자재 2개 품목을 수주하였다. 올해도 동사가 수주에 참여할 수 있는 아이템 3개가 남아 있는데, 결과에 따라 500~1,000억원 규모의 추가 수주가 기대된다. 신한울 3,4호기 수주는 올해 마무리될 예정이다.

이후 기대되는 프로젝트는 체코 두코바니 원전 프로젝트인데, 올해 중으로 본계약이 체결될 경우, 2026년 하반기 정도에는 보조기기 수주가 가능할 전망이다. 예상 수주 규모는 신한울 3,4호기에서 수주한 금액과 비슷한 수준이 될 것으로 추정된다. 동사는 수주 레퍼런스를 바탕으로, 추후 '팀코리아'나 웨스팅하우스가 담당하게 될 원전 프로젝트들에서 보조기기 납품을 지속할 예정이다. 이외에도 SMR 보조기기, CASK(사용 후 핵연료 운반 및 건식저장 용기) 등 아이템 확장도 준비 중에 있어, 중장기적으로 국내외 원자력발전 산업 성장에 따른 수혜가 기대된다.

포괄손익계산서

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,349	3,302	3,674	3,837	5,556
매출원가	2,412	2,953	3,240	3,316	4,795
매출총이익	-64	349	434	521	761
판매비	242	268	284	310	385
영업이익	-306	81	151	211	376
EBITDA	-198	187	257	305	455
영업외손익	-39	-289	-113	-136	-51
이자수익	1	3	10	21	32
이자비용	69	92	115	100	91
외환관련이익	59	73	83	70	60
외환관련손실	30	71	71	120	80
종속 및 관계기업손익	-7	-12	-14	5	5
기타	7	-190	-6	-12	23
법인세차감전이익	-345	-208	38	75	325
법인세비용	1	-17	-36	-30	72
계속사업손익	-346	-191	75	105	254
당기순이익	-346	-191	75	105	254
지배주주순이익	-346	-191	75	106	255
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.5	40.6	11.3	4.4	44.8
영업이익 증감율	-371.6	-126.5	86.4	39.7	78.2
EBITDA 증감율	-199.4	-194.4	37.4	18.7	49.2
지배주주순이익의 증감율	-863.0	-44.8	-139.3	41.3	140.6
EPS 증감율	적전	적전	흑전	28.7	140.4
매출총이익율(%)	-2.7	10.6	11.8	13.6	13.7
영업이익률(%)	-13.0	2.5	4.1	5.5	6.8
EBITDA Margin(%)	-8.4	5.7	7.0	7.9	8.2
지배주주순이익률(%)	-14.7	-5.8	2.0	2.8	4.6

현금흐름표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-176	152	437	246	478
당기순이익	-346	-191	75	105	254
비현금항목의 가감	261	380	268	178	246
유형자산감가상각비	85	82	84	74	61
무형자산감가상각비	23	24	22	19	18
지분법평가손익	-7	-12	-14	0	0
기타	160	286	176	85	167
영업활동자산부채증감	-20	60	197	9	107
매출채권및기타채권의감소	-41	-483	183	-403	-381
재고자산의감소	11	-24	-15	-137	-30
매입채무및기타채무의증가	-7	412	-20	646	674
기타	17	155	49	-97	-156
기타현금흐름	-71	-97	-103	-46	-129
투자활동 현금흐름	-66	-252	-150	-135	-280
유형자산의 취득	-10	-15	-42	-30	-100
유형자산의 처분	1	0	1	0	0
무형자산의 순취득	-2	0	-3	-10	-10
투자자산의감소(증가)	-9	-31	56	-13	-10
단기금융자산의감소(증가)	-29	-2	-90	-10	-68
기타	-17	-204	-72	-72	-92
재무활동 현금흐름	130	225	-387	148	97
차입금의 증가(감소)	132	229	-384	152	100
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-2	-4	-3	-4	-3
기타현금흐름	2	0	3	38	26.97
현금 및 현금성자산의 순증가	-110	126	-97	298	322
기초현금 및 현금성자산	220	110	236	139	436
기말현금 및 현금성자산	110	236	139	436	758

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,352	2,022	1,881	2,911	3,803
현금 및 현금성자산	110	236	139	437	759
단기금융자산	33	36	126	136	204
매출채권 및 기타채권	1,124	1,610	1,439	1,842	2,222
재고자산	36	44	55	192	222
기타유동자산	49	96	122	304	396
비유동자산	2,551	2,471	2,374	2,608	2,669
투자자산	259	289	234	247	257
유형자산	2,031	1,961	1,921	2,162	2,201
무형자산	215	188	170	161	173
기타비유동자산	46	33	49	38	38
자산총계	3,902	4,494	4,254	5,519	6,472
유동부채	2,498	3,099	3,211	4,037	4,791
매입채무 및 기타채무	896	1,472	1,605	2,251	2,926
단기금융부채	1,485	1,544	1,564	1,715	1,815
기타유동부채	117	83	42	71	50
비유동부채	761	899	306	363	318
장기금융부채	424	578	3	3	3
기타비유동부채	337	321	303	360	315
부채총계	3,258	3,998	3,517	4,400	5,109
지배지분	643	493	735	1,118	1,363
자본금	130	130	155	155	155
자본잉여금	79	109	261	261	261
기타자본	-7	-7	-7	-7	-7
기타포괄손익누계액	602	601	598	874	864
이익잉여금	-161	-340	-272	-166	90
비지배지분	1	2	2	1	-1
자본총계	644	495	737	1,118	1,362

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	-1,330	-735	267	343	825
BPS	2,474	1,897	2,377	3,611	4,404
CFPS	-327	728	1,214	917	1,613
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-3.1	-8.8	30.4	45.0	25.3
PER(최고)	-5.8	-16.0	43.8		
PER(최저)	-1.9	-4.9	21.8		
PBR	1.67	3.42	3.41	4.28	4.75
PBR(최고)	3.12	6.19	4.91		
PBR(최저)	1.02	1.90	2.44		
PSR	0.46	0.51	0.62	1.25	1.16
PCFR	-12.6	8.9	6.7	16.8	13.0
EV/EBITDA	-14.3	19.0	14.8	19.4	16.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-8.8	-4.6	1.7	2.2	4.2
ROE	-42.6	-33.6	12.2	11.5	20.6
ROIC	-12.0	2.8	4.7	10.3	11.5
매출채권회전율	2.2	2.4	2.4	2.3	2.7
재고자산회전율	57.2	82.9	74.4	31.1	26.8
부채비율	505.9	807.1	477.2	393.4	375.2
순차입금비율	274.1	373.7	176.7	102.4	62.8
이자보상배율	-4.4	0.9	1.3	2.1	4.1
총차입금	1,909	2,122	1,567	1,718	1,818
순차입금	1,765	1,850	1,302	1,145	856
NOPLAT	-198	187	257	305	455
FCF	-227	219	365	293	325

Compliance Notice

- 당사는 2월 4일 현재 '비에이치아이' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%