

Company Update

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

매수 (유지)

목표주가 (상향)	62,000원
현재가 (9/3)	53,800원

KOSDAQ (9/3)	796.81pt
시가총액	1,665십억원
발행주식수	30,944천주
액면가	500원
52주 최고가	58,100원
최저가	7,220원
60일 일평균거래대금	37십억원
외국인 지분율	20.1%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성
박은미 외 7 인 40.26%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	41%	152%	539%
절대기준	45%	170%	569%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	62,000	43,000	▲
EPS(25)	2,036	1,343	▲
EPS(26)	2,898	1,693	▲

비에이치아이 주가추이



본 조사분석자료는 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)

굳건한 시장 지위 유지

2분기 기대 이상의 실적 시현

2Q25 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,693억원(+96.2% yoy), 204억원(+240.9% yoy)으로 시장 기대를 크게 웃돌았다. HRSG(배열회수보일러) 매출이 186.0%(yoy) 증가하며 전사 실적을 견인했다. 6월 말 수주잔고는 2조 3,337억원(+180.9% yoy)으로, 국내 8,864억원(+81.4% yoy), 해외는 1조 4,473억원(+323.0% yoy)을 기록했다.

하반기도 HRSG가 실적 견인 전망

2H25 연결 매출액은 3,958억원(+61.3% yoy), 영업이익은 397억원(+219.5% yoy)으로 전망된다. 타이바·카심 등 사우디 프로젝트에 대한 HRSG 매출 인식이 진행되는 가운데, 루마2(수주액: 1,486억원)와 나이라야2(수주액: 1,444억원) 프로젝트가 신규로 더해질 전망이다. 8월에는 476억원 규모의 국내 LNG 복합화력 발전설비 공급 계약(두산에너지빌리티)을 체결했으며, 이외에도 하반기 국내와 해외에서 각각 1~2개(총 2,000~3,000억원)의 추가 수주 가능성이 존재하는 것으로 파악된다.

신한올 3·4호기 원자력 보조기기 수주(약 1,500억원) 물량은 3분기부터 매출에 반영될 전망이다. 다만 초기 진행률이 낮아 올해 매출 기여도는 제한적일 것으로 보이며, 내년 하반기부터 본격적인 성과 확대가 가능할 것으로 예상된다. 아울러 2분기 포항·광양 제철소 발전설비 등 EPC 실적이 유의미하게 증가했는데, 하반기에도 수원열병합발전소 EPC 관련 매출 확대 기대감이 높다.

우호적인 사업 환경 지속

작년에 이어 올해 상반기에도 글로벌 HRSG 수주 점유율 1위(M/S: 18%)를 유지했다. 시장 지위가 확고한 가운데, 중동과 동남아 등 전력 수요가 급증하는 지역을 중심으로 LNG 복합화력 신규 프로젝트가 확대되고 있어 우호적인 사업 환경이 이어질 것이라는 기존의 판단을 유지한다. 내년 EBITDA 추정치를 32% 상향(803억원→1,059억원)으로 상향하고, 9월임을 고려해 2026년 실적 추정치만을 반영(기존 2025년과 2026년 절반씩 반영)해 목표주가를 62,000원으로 44.2% 상향한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	700	909	1,116
영업이익	15	22	73	97	121
세전이익	4	-4	81	115	132
지배주주순이익	8	20	63	90	103
EPS(원)	267	633	2,036	2,898	3,343
증가율(%)	-136.2	137.6	221.4	42.4	15.3
영업이익률(%)	4.1	5.4	10.4	10.7	10.8
순이익률(%)	1.9	4.9	9.0	9.9	9.2
ROE(%)	12.2	20.6	43.1	40.6	32.6
PER	30.4	24.4	26.6	18.7	16.2
PBR	3.4	4.1	9.5	6.3	4.5
EV/EBITDA	15.0	20.9	21.9	16.3	13.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 비에이치아이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	73.1	86.3	98.2	147.1	135.3	169.3	176.5	219.3	404.7	700.3	908.8
보일러	16.3	27.4	11.9	12.8	20.1	27.2	12.6	15.4	68.4	75.4	90.0
HRSG	43.1	36.1	70.7	109.1	98.7	103.3	140.6	174.8	259.0	517.3	681.9
B.O.P	3.1	3.7	3.9	3.6	4.2	0.8	4.6	4.8	14.3	14.3	33.0
기타	10.6	19.1	11.7	21.6	12.3	38.0	18.7	24.4	63.0	93.4	103.9
YoY	-12.6%	-28.4%	19.7%	81.5%	85.1%	96.2%	79.6%	49.1%	10.2%	73.0%	29.8%
보일러	-23.2%	-53.3%	-68.4%	-52.8%	23.1%	-0.5%	5.7%	20.6%	-52.7%	10.2%	19.5%
HRSG	10.7%	40.9%	185.2%	377.3%	128.9%	186.0%	98.8%	60.2%	130.8%	99.7%	31.8%
B.O.P	-36.0%	87.8%	13.6%	72.9%	36.6%	-78.9%	16.3%	31.9%	16.0%	0.1%	130.4%
기타	-43.2%	-44.5%	-27.9%	-25.5%	16.3%	98.5%	60.3%	12.7%	-35.9%	48.2%	11.3%
매출원가	61.8	73.4	84.9	125.6	112.5	139.0	149.3	175.9	345.6	576.7	746.1
YoY	-18.0%	-35.8%	19.1%	99.4%	82.0%	89.5%	75.8%	40.1%	6.7%	66.9%	29.4%
% COGS	84.5	85.0	86.5	85.3	83.2	82.1	84.6	80.2	85.4	82.3	82.1
매출총이익	11.3	13.0	13.3	21.6	22.8	30.3	27.2	43.4	59.1	123.7	162.8
YoY	37.1%	105.1%	23.6%	19.0%	101.7%	133.6%	104.2%	101.4%	36.1%	109.2%	31.6%
% GPM	15.5	15.0	13.5	14.7	16.8	17.9	15.4	19.8	14.6	17.7	17.9
판매관리비	7.8	7.0	8.5	13.9	10.3	9.9	10.1	20.8	37.2	51.1	65.4
YoY	16.8%	2.4%	6.5%	102.4%	33.0%	41.6%	17.8%	49.9%	31.2%	37.4%	27.9%
% SG&A	10.6	8.1	8.7	9.4	7.6	5.8	5.7	9.5	9.2	7.3	7.2
영업이익	3.5	6.0	4.8	7.7	12.4	20.4	17.1	22.6	21.9	72.5	97.4
YoY	122.8%	흑전	73.4%	-31.9%	253.4%	240.9%	258.9%	195.0%	45.3%	230.8%	34.2%
% OPM	4.8	6.9	4.9	5.2	9.2	12.0	9.7	10.3	5.4	10.4	10.7

자료: 비에이치아이, IBK투자증권

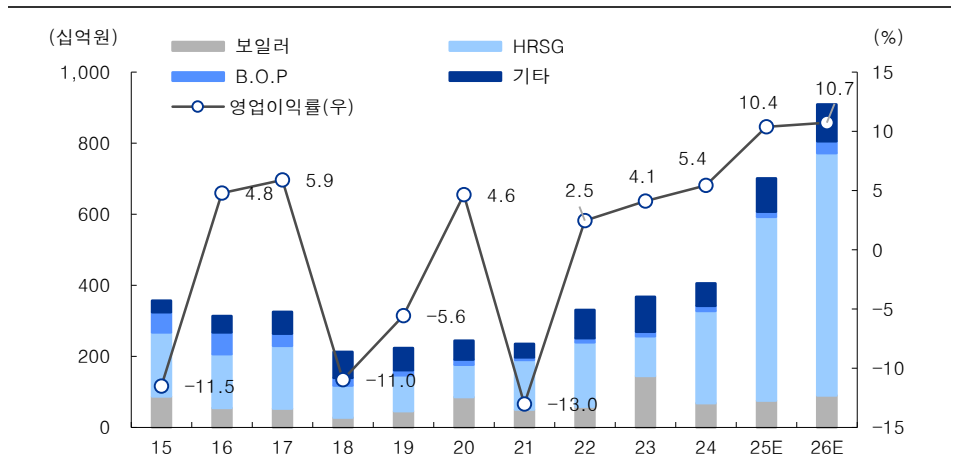
주: 보일러: 화력발전_ 급수를 가열하여 과열 증기를 생산

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

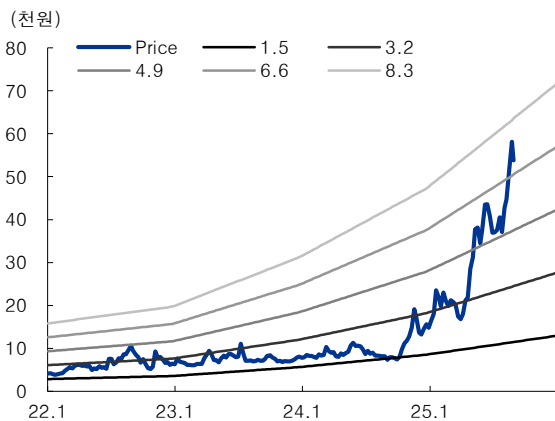
표 2. 비에이치아이 목표주가 산출

(1) PBR Valuation		(2) EV/EBITDA Valuation	
목표 PBR	5.5 배	EBITDA (2026E)	1,059 억원
예상 BPS (2026E)	8,588 원	Target Multiple	22.4 배
적정주가	46,950 원	목표 EV	23,692 억원
현재주가	53,800 원	(-) Net Debt	505 억원
상승여력	-12.7 %	(+) Investment Securities	409 억원
		(-) Minority Interest	0 억원
		목표 시가총액	23,596 억원
		주식수	30,944 천주
		적정주가	76,252 원
		현재주가	53,800 원
		상승여력	41.7 %
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	46,950 원
		(2) EV/EBITDA	76,252 원
		적정주가	61,601 원
		목표주가	62,000 원
		현재주가	53,800 원
		상승여력	15.2 %

자료: IBK투자증권

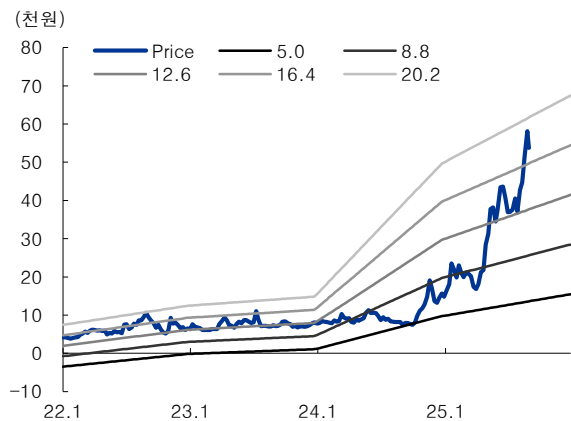
주1: 올해 예상 실적 기준, 최근 3개년동안 각 년도의 PBR, EV/EBITDA 배수 최고치를 평균한 값을 사용해 목표주가 산출
 주2: 해외 수주 호조에 따라 과거 10년래 수주 총액이 가장 높은 수준임을 고려해 PBR, EV/EBITDA 배수 최고치 적용 중임
 주3: 기존 2025~26년 실적 추정치를 절반씩 반영해 목표주가를 산출했으나, 시가상 9월이고 최근 가파른 주가 상승을 감안해 2026년 실적 추정치만을 반영함.

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	700	909	1,116
증가율(%)	11.3	10.2	73.0	29.8	22.8
매출원가	324	346	577	746	916
매출총이익	43	59	124	163	200
매출총이익률 (%)	11.7	14.6	17.7	17.9	17.9
판매비	28	37	51	65	80
판매비율(%)	7.6	9.1	7.3	7.2	7.2
영업이익	15	22	73	97	121
증가율(%)	86.1	45.3	230.8	34.2	23.8
영업이익률(%)	4.1	5.4	10.4	10.7	10.8
순금융손익	-12	-26	7	16	11
이자손익	-11	-9	-4	-1	1
기타	-1	-17	11	17	10
기타영업외손익	2	1	1	2	0
중속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	4	-4	81	115	132
법인세	-4	-24	18	25	29
법인세율	-100.0	600.0	22.2	21.7	22.0
계속사업이익	7	20	63	90	103
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	20	63	90	103
증가율(%)	-139.0	162.4	221.6	42.3	15.4
당기순이익률 (%)	1.9	4.9	9.0	9.9	9.2
지배주주당기순이익	8	20	63	90	103
기타포괄이익	-1	23	-3	0	0
총포괄이익	7	43	60	90	103
EBITDA	26	28	81	106	128
증가율(%)	37.6	9.0	190.6	30.1	21.3
EBITDA마진율(%)	7.1	6.9	11.6	11.7	11.5

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	267	633	2,036	2,898	3,343
BPS	2,377	3,760	5,690	8,588	11,931
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	30.4	24.4	26.6	18.7	16.2
PBR	3.4	4.1	9.5	6.3	4.5
EV/EBITDA	15.0	20.9	21.9	16.3	13.2
성장성지표(%)					
매출증가율	11.3	10.2	73.0	29.8	22.8
EPS증가율	-136.2	137.6	221.4	42.4	15.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	12.2	20.6	43.1	40.6	32.6
ROA	1.7	4.1	10.1	12.0	12.9
ROIC	3.4	9.4	26.5	31.3	29.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	477.2	350.7	308.0	193.0	124.7
순차입금 비율(%)	181.1	92.2	60.2	18.8	7.0
이자보상배율(배)	1.3	2.1	10.9	14.9	27.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	111.6
재고자산회전율	74.4	49.6	80.6	121.0	119.7
총자산회전율	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	188	247	419	478	525
현금및현금성자산	14	18	13	29	36
유가증권	9	2	2	6	7
매출채권	0	0	0	10	10
재고자산	6	11	7	8	10
비유동자산	237	277	300	301	304
유형자산	192	222	226	228	225
무형자산	17	16	17	15	14
투자자산	23	25	44	41	44
자산총계	425	525	719	779	829
유동부채	321	380	500	459	395
매입채무및기타채무	20	40	29	23	20
단기차입금	114	125	121	84	68
유동성장기부채	43	2	0	0	0
비유동부채	31	28	43	54	66
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	352	408	543	513	460
지배주주지분	74	116	176	266	369
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	53	142	246
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	74	116	176	266	369
비이자부채	195	281	422	428	391
총차입금	157	127	121	85	69
순차입금	134	107	106	50	26

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44	40	57	72	107
당기순이익	7	20	63	90	103
비현금성 비용 및 수익	27	17	10	-9	-4
유형자산감가상각비	8	4	7	7	6
무형자산상각비	2	2	2	2	1
운전자본변동	20	13	-11	-7	6
매출채권등의 감소	15	22	-152	-10	0
재고자산의 감소	-2	-5	4	-2	-2
매입채무등의 증가	-15	18	-12	-6	-2
기타 영업현금흐름	-10	-10	-5	-2	2
투자활동 현금흐름	-15	0	-31	-41	-50
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-4	-10	-9	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	-17	3	-3
기타	-10	5	-1	-35	-43
재무활동 현금흐름	-39	-37	-31	-15	-51
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-39	-37	-31	-15	-51
기타 및 조정	0	1	0	0	1
현금의 증가	-10	4	-5	16	7
기초현금	24	14	18	13	29
기말현금	14	18	13	29	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 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

