IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

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

비에이치아이 (083650)

이익 성장세 대비 과도한 주가 조정

매수 (유지)

목표주가 (하향)	70,000원
현재가 (11/13)	38,300원

KOSDAQ (11/13)	699.66pt
시가총액	1,185십억원
발행주식수	30,944천주
액면가	500원
52주 최고가	109,500원
최저가	34,000원
60일 일평균거래대금	19십억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률 (2026F)	0.0%
주주구성	
박은미 외 4 인	23.61%
우종인	8.47%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-23%	17%
절대기준	-23%	-54%	-11%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	70,000	110,000	▼
EPS(26)	4,235	2,414	▲
EPS(27)	5,261	4,029	▲

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.

영업이익, 시장 기대치 약 15% 상회

3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,865억원(+40.0% yoy), 403억원(+119.7% yoy)을 기록하며 컨센서스(2,986억원/351억원)와 당사 추정치(3,044억원/335억원) 대비 매출은 소폭 하회했지만 영업이익은 상회했다. 전 사업부문의 고른 성장과 매출 확대에 따른 고정비 부담 완화, 구매력 개선 및 설계 정밀도 향상으로 매출원가율이 82.3%(-3.9%p yoy)로 하락하며 수익성이 큰 폭으로 개선됐다. 또 환율 하락에 따른 파생상품 평가이익이 반영돼 당기순이익은 798억원(+584.2% yoy)으로 증가했다. 수주잔고는 2조 4,580억원(국내 9,533억원, 해외 1조 5,047억원)으로 전분기(2조 4,569억원)와 비슷한 수준을 유지했다.

전 사업부문 고른 성장세 이어져

부문별로는 HRSG(배열회수보일러) 매출은 1,722억원(+92.5% yoy)으로 증가하며 전사 성장을 이끌었다. 지난해 수주한 사우디 LNG 복합화력발전소를 비롯한 프로젝트가 매출로 전환되고 있다. 11월 누계 HRSG 수주는 약 9,000억원으로 파악된다. 당초 기대됐던 일부 프로젝트가 내년으로 이연되면서 지난해 연간 수주액인 1조 7,500억원에는 못 미치는 수준이다. 보일러 매출은 707억원(+141.3% yoy)을 기록했다. 지난해 4월 필리핀 유틸리티 업체와 체결한 5,177억원 규모의 석탄 보일러 공급계약에서 매출 인식이 이어지고 있다. 해당 프로젝트는 2028년까지 공정률에 따라 매출로 반영될 예정이어서 안정적인 실적 기여가 기대된다. B.O.P(원자력 보조기기) 매출도 신한울 3·4호기용 격납건물 철판과 스테인리스 스틸 라이너 등의 진행률이 반영되며 315억원(+2,756.1% YoY)으로 크게 증가했다.

넉넉한 수주잔고 바탕으로 성장세 지속 전망

기대 이상의 실적 흐름이 이어지는 가운데, HRSG와 보일러, B.O.P 등 주요 사업 전반의 넉넉한 수주잔고가 향후 매출 성장을 뒷받침할 전망이다. 이에 기존 매수 의견을 유지한다. 다만 코스닥 시장의 밸류에이션 하락을 반영해 Target Multiple을 하향 조정하고, 목표주가를 7만원으로 하향한다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	405	774	1,175	1,518	1,845
영업이익	22	75	158	209	260
세전이익	-4	79	168	208	254
지배주주순이익	20	65	131	163	199
EPS(원)	633	2,107	4,235	5,261	6,434
증가율(%)	137.6	232.6	101.0	24.2	22.3
영업이익률(%)	5.4	9.8	13.4	13.8	14.1
순이익률(%)	4.9	8.4	11.1	10.7	10.8
ROE(%)	20.6	44.4	54.0	41.9	34.9
PER	24.4	24.8	8.8	7.1	5.8
PBR	4.1	9.1	3.8	2.5	1.7
EV/EBITDA	20.9	20.3	6.8	4.8	3.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

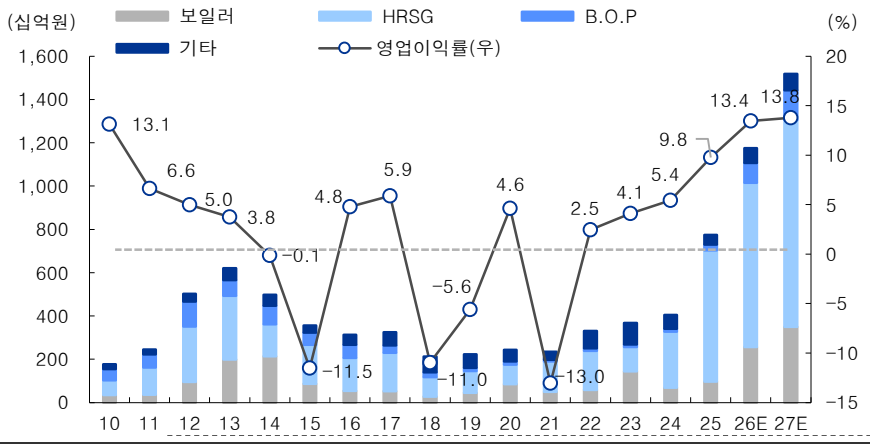
표 1. 비에이치아이 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**135.3**	**169.3**	**204.7**	**264.8**	**280.8**	**296.3**	**286.5**	**311.7**	**774.1**	**1,175.2**	**1,517.8**
보일러	20.1	27.2	29.3	20.6	63.2	61.5	70.7	61.4	97.2	256.8	349.7
HRSG	98.7	103.3	89.4	314.5	190.7	186.7	172.2	209.2	605.9	758.7	955.8
B.O.P	4.2	0.8	1.1	20.0	10.3	16.8	31.5	32.1	26.1	90.7	137.6
기타	12.3	38.0	84.8	-90.3	16.6	31.3	12.1	9.0	44.9	69.0	74.6
YoY	**85.1%**	**96.2%**	**108.4%**	**80.0%**	**107.6%**	**75.0%**	**40.0%**	**17.7%**	**91.3%**	**51.8%**	**29.1%**
보일러	23.1%	-0.5%	146.4%	60.7%	214.2%	125.9%	141.3%	198.5%	42.1%	164.2%	36.2%
HRSG	128.9%	186.0%	26.5%	188.3%	93.3%	80.7%	92.5%	-33.5%	133.9%	25.2%	26.0%
B.O.P	36.6%	-78.9%	-72.0%	455.7%	144.2%	2,059.3%	2,756.1%	60.5%	82.5%	247.5%	51.6%
기타	16.3%	98.5%	626.1%	-517.3%	35.0%	-17.6%	-85.8%	-110.0%	-28.8%	53.7%	8.2%
매출원가	**112.5**	**139.0**	**176.5**	**225.7**	**233.9**	**239.9**	**235.7**	**259.0**	**653.7**	**968.5**	**1,248.4**
YoY	82.0%	89.5%	107.8%	79.8%	107.9%	72.5%	33.6%	14.7%	89.2%	48.1%	28.9%
% COGS	83.2	82.1	86.2	85.2	83.3	81.0	82.3	83.1	84.5	82.4	82.3
매출총이익	**22.8**	**30.3**	**28.2**	**39.1**	**46.9**	**56.4**	**50.8**	**52.7**	**120.4**	**206.7**	**269.4**
YoY	101.7%	133.6%	111.8%	81.5%	105.9%	86.3%	80.1%	34.6%	103.6%	71.7%	30.3%
% GPM	16.8	17.9	13.8	14.8	16.7	19.0	17.7	16.9	15.5	17.6	17.7
판매관리비	**10.3**	**9.9**	**9.8**	**14.8**	**11.6**	**10.9**	**10.4**	**15.9**	**44.9**	**48.8**	**60.3**
YoY	33.0%	41.6%	15.1%	6.6%	12.0%	10.3%	6.0%	7.3%	20.7%	8.8%	23.6%
% SG&A	7.6	5.8	4.8	5.6	4.1	3.7	3.6	5.1	5.8	4.2	4.0
영업이익	**12.4**	**20.4**	**18.4**	**24.3**	**35.3**	**45.5**	**40.3**	**36.8**	**75.5**	**157.9**	**209.1**
YoY	253.4%	240.9%	284.8%	217.5%	183.9%	123.1%	119.7%	51.3%	244.3%	109.2%	32.4%
% OPM	**9.2**	**12.0**	**9.0**	**9.2**	**12.6**	**15.4**	**14.1**	**11.8**	**9.8**	**13.4**	**13.8**

자료: 비에이치아이, IBK투자증권

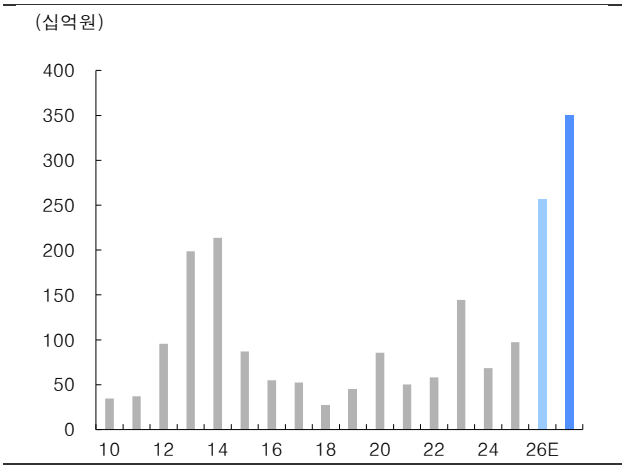
주: 보일러: 화력발전_급수를 가열하여 과열 증기를 생산
HRSG(Heat Recovery Steam Generator, 배열회수 보일러): 복합화력발전_가스터빈 배기가스의 폐열을 회수해 증기를 생산하고 증기터빈을 구동하는 핵심 설비
B.O.P(Balance of Plant, 원자력 보조기기): 복수기, 급수가열기 등 원전 보조 설비
기타: EPC 등

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



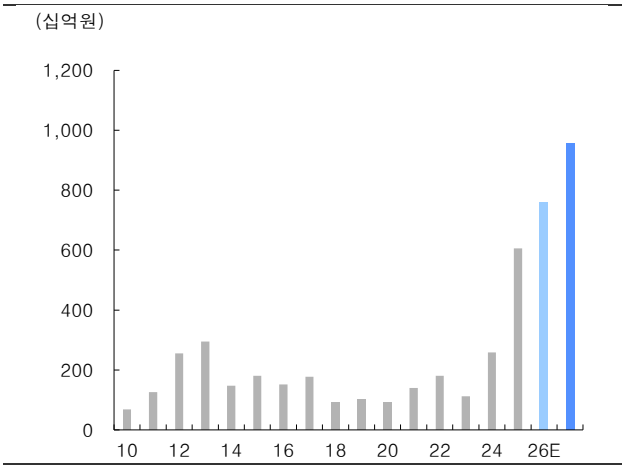
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 2. 보일러 부문 매출 추이 및 전망



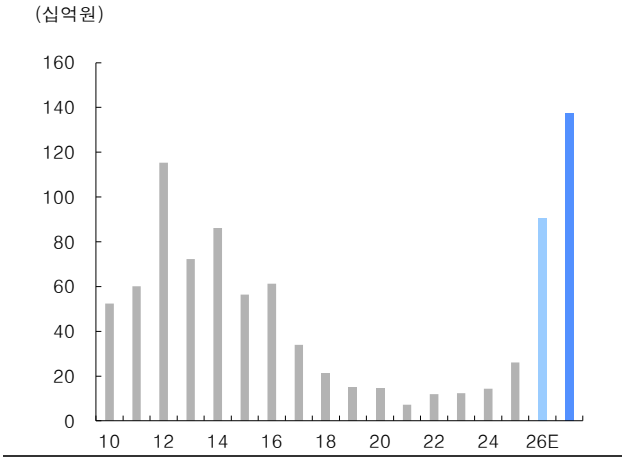
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 3. HRSG(배열회수 보일러) 부문 실적 추이 및 전망



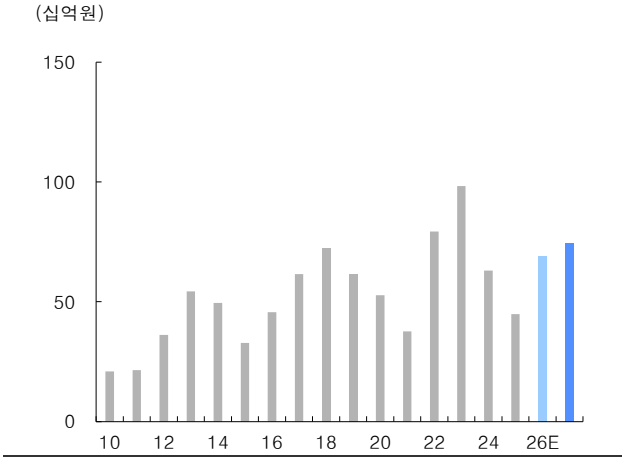
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 4. B.O.P(원자력보조기기) 부문 실적 추이 및 전망



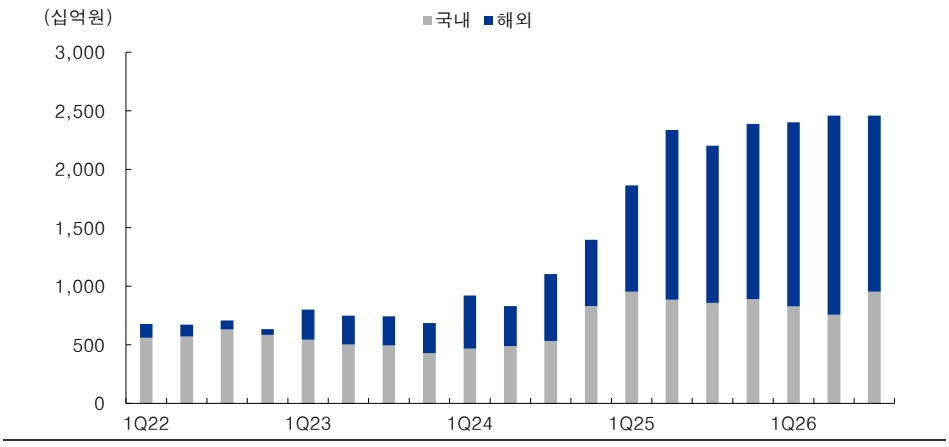
자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 5. 기타 부문 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치아이, IBK투자증권

그림 6. 비에이치아이 수주잔고 추이



자료: 비에이치아이, IBK투자증권

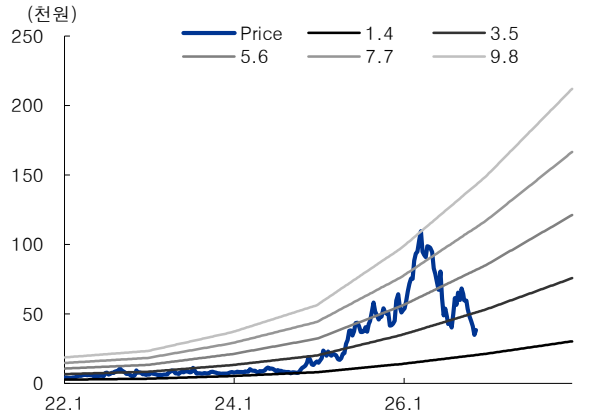
표 2. 비에이치아이 목표주가 산출

EV/EBITDA Valuation		
EBITDA (2027E)	2,195	억원
Target Multiple	9.0	배
목표 EV	19,758	억원
(–) Net Debt	–937	억원
(+) Investment Securities	480	억원
(–) Minority Interest	0	억원
목표 시가총액	21,174	억원
주식수	30,944	천주
적정주가	68,427	원
목표주가	**70,000**	**원**
현재주가	38,300	원
상승여력	**82.8**	**%**
EV/EBITDA (2024–25 평균)		
최고치	24.8	배
최저치	**9.0**	**배**
평균치	14.6	배

자료: IBK투자증권

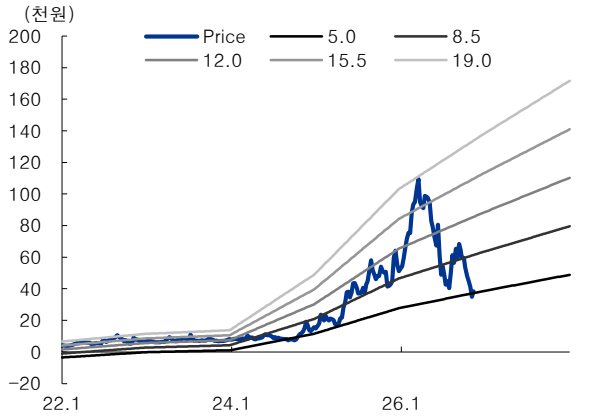
주1: 해외 수주 호조와 실적 성장세를 감안해 2024~25년 최고치인 24.8배의 Target EV/EBITDA를 적용했으나, 최근 코스닥 시장의 밸류에이션 하락을 반영해 같은 기간 최저치인 9.0배를 적용해 목표주가를 산정함

그림 7. 비에이치아이 Fwd PBR 밴드 차트



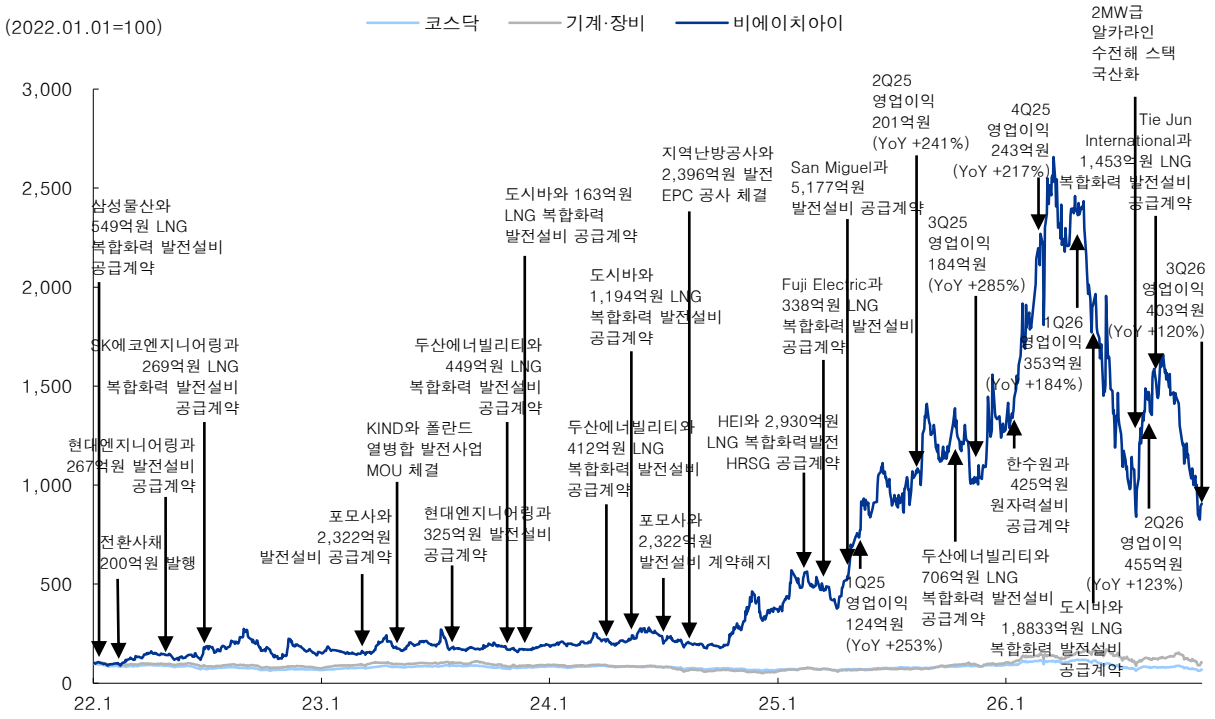
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 8. 비에이치아이 Fwd EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 9. 비에이치아이 이벤트 차트



자료: 국내외 언론, 비에이치아이, IBK투자증권

비에이치아이 (083650)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	405	774	1,175	1,518	1,845
증가율(%)	10.2	91.3	51.8	29.1	21.6
매출원가	346	654	969	1,248	1,513
매출총이익	59	120	207	269	332
매출총이익률 (%)	14.6	15.5	17.6	17.7	18.0
판관비	37	45	49	60	72
판관비율(%)	9.1	5.8	4.2	4.0	3.9
영업이익	22	75	158	209	260
증가율(%)	45.3	244.3	109.2	32.4	24.3
영업이익률(%)	5.4	9.8	13.4	13.8	14.1
순금융손익	-26	7	8	-2	-6
이자손익	-9	-4	-2	1	3
기타	-17	11	10	-3	-9
기타영업외손익	1	-2	2	1	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-4	79	168	208	254
법인세	-24	14	37	45	55
법인세율	600.0	17.7	22.0	21.6	21.7
계속사업이익	20	65	131	163	199
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	65	131	163	199
증가율(%)	162.4	232.9	101.0	24.2	22.3
당기순이익률 (%)	4.9	8.4	11.1	10.7	10.8
지배주주당기순이익	20	65	131	163	199
기타포괄이익	23	-4	-1	0	0
총포괄이익	43	61	130	163	199
EBITDA	28	83	167	220	271
증가율(%)	9.0	195.2	101.7	31.8	23.6
EBITDA마진율(%)	6.9	10.7	14.2	14.5	14.7

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	247	534	716	810	910
현금및현금성자산	18	60	102	178	223
유가증권	2	31	31	38	45
매출채권	0	0	0	0	10
재고자산	11	9	9	11	13
비유동자산	277	297	306	322	338
유형자산	222	233	240	251	262
무형자산	16	14	13	11	10
투자자산	25	41	44	48	52
자산총계	525	831	1,022	1,132	1,248
유동부채	380	615	671	608	516
매입채무및기타채무	40	56	62	49	45
단기차입금	125	144	109	122	112
유동성장기부채	2	1	0	0	0
비유동부채	28	38	44	53	63
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	408	653	714	661	579
지배주주지분	116	178	308	470	669
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	26	26	26	26	26
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	84	81	83	83	83
이익잉여금	-8	56	184	347	546
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	116	178	308	470	669
비이자부채	281	507	604	538	466
총차입금	127	146	110	123	113
순차입금	107	55	-23	-94	-155

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	633	2,107	4,235	5,261	6,434
BPS	3,760	5,739	9,938	15,199	21,633
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	24.4	24.8	8.8	7.1	5.8
PBR	4.1	9.1	3.8	2.5	1.7
EV/EBITDA	20.9	20.3	6.8	4.8	3.7
성장성지표(%)					
매출증가율	10.2	91.3	51.8	29.1	21.6
EPS증가율	137.6	232.6	101.0	24.2	22.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	20.6	44.4	54.0	41.9	34.9
ROA	4.1	9.6	14.1	15.1	16.7
ROIC	9.4	31.9	57.1	52.6	46.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	350.7	367.6	232.2	140.6	86.5
순차입금 비율(%)	92.2	30.9	-7.5	-20.0	-23.2
이자보상배율(배)	2.1	10.9	29.8	28.8	40.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	49.6	78.3	128.2	146.3	148.5
총자산회전율	0.9	1.1	1.3	1.4	1.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	40	112	101	168	211
당기순이익	20	65	131	163	199
비현금성 비용 및 수익	17	21	18	12	17
유형자산감가상각비	4	5	7	9	10
무형자산상각비	2	2	2	2	1
운전자본변동	13	31	-47	-7	-8
매출채권등의 감소	22	-64	-38	0	-10
재고자산의 감소	-5	2	-1	-2	-2
매입채무등의 증가	18	16	5	-13	-5
기타 영업현금흐름	-10	-5	-1	0	3
투자활동 현금흐름	0	-88	52	-42	-71
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-16	-20	-20	-22
유형자산의 감소	0	0	7	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-13	-2	-4	-4
기타	5	-56	67	-18	-45
재무활동 현금흐름	-37	18	-112	-50	-95
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-37	18	-112	-50	-95
기타 및 조정	1	0	1	0	0
현금의 증가	4	42	42	76	45
기초현금	14	18	60	102	178
기말현금	18	60	102	178	223

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 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 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
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%	

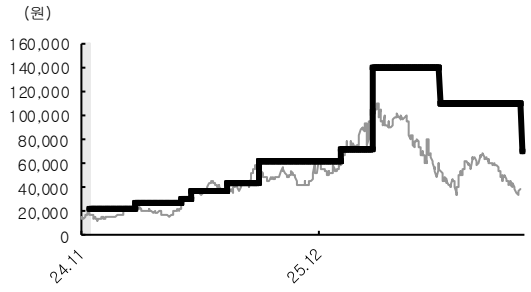
투자등급 통계 (2025.10.01~2026.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	184	96.8
Trading Buy (중립)	5	2.6
중립	1	0.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(■) Not Rated / 담당자 변경

비에이치아이



추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.11.27	매수	22,000	-28.93	-16.18
2025.01.22	매수	23,000	-7.70	2.17
2025.02.10	매수	28,000	-28.72	-8.57
2025.04.29	매수	30,000	0.65	6.00
2025.05.15	매수	37,000	6.76	23.78
2025.07.14	매수	43,000	3.61	35.12
2025.09.04	매수	62,000	-18.82	3.55
2026.01.20	매수	72,000	12.10	45.83
2026.03.13	매수	140,000	-40.37	-21.79
2026.07.03	매수	110,000	-53.04	-37.82
2026.11.13	매수	70,000		