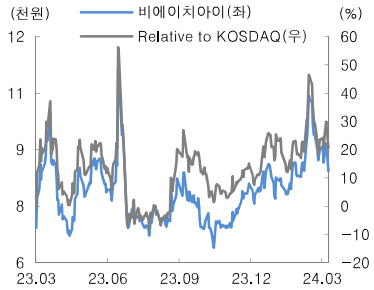
비에이치아이 (083650)

박장욱 Jangwook.Park@daishin.com

투자의견	N.R
6개월 목표주가	N.R
현재주가 (24.04.12)	8,190
	스몰캡업종

KOSDAQ	860.57
시가총액	2,609억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	155억원
52주 최고/최저	11,160원 / 6,400원
120일 평균거래대금	35억원
외국인지분율	5.13%
주요주주	박은미 외 6 인 47.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	6.3	0.4	-0.4
상대수익률	1.3	8.6	-4.8	1.9



기업분석

HRSG에 원자력 더하기

- 세계 1위 HRSG 제조업체. 보일러, 원자력 B.O.P 등 사업 영위
- 2024년은 복합화력발전소 설치 증가로 실적 개선 견인할 것
- 원자력 B.O.P 과점. 원자력 설치량 증가에 따른 실적 레벨업 기대

세계 1위 HRSG 제조업체. HRSG, 원자력 B.O.P 등 사업 영위

23년 기준 매출비중은 보일러 40%, HRSG 30%, 기타(원자력 B.O.P 포함) 30% 기록. 보일러 및 HRSG는 화력 및 복합화력발전과 연관한 매출 발생 중. HRSG 세계 점유율 1위 사업자.

24년 매출은 가스 및 복합화력발전소 설치 증가로 HRSG가 견인할 것

HRSG는 복합화력발전소 설치 시, 들어가는 폐열회수 장치. 석탄 → 가스 발전 전환 및 가스발전소 설치량 증가에 따른 수혜가 기대됨. 24년 HRSG 매출은 2,178억원(+YoY 94%)로 전사 실적 성장을 견인할 것

원자력 시장 확대에 따라 25년부터 원자력 B.O.P 매출 성장 기대.

국내 원자력 B.O.P시장은 동사와 두산에너빌리티 과점 시장. 한국형 원자력뿐 아니라 미국 웨스팅하우스 원자력 노형 수주 시에도 수혜가 가능함. B.O.P의 마진율은 하이싱글로 동사 기존 사업부의 미드 싱글대비 높은 마진율 보유. 신한울 3,4호기 시작으로 4~12기의 원자력 시장 확대가 기대됨에 따라 수혜가 기대됨. 25년부터 본격적인 실적 기여 나타낼 것.

24년 매출 HRSG가 이끌고, 25년 매출은 원자력이 더해질 것

24년 매출액: 4,564억원(+YoY 24%), 영업이익 178억원(+YoY 18%) 전망. 24년은 HRSG부문이 매출 견인, 2,178억원(+YoY 94%), 25년은 HRSG 부문 견조한 가운데, B.O.P 부문의 본격적인 성장으로 실적 레벨업이 기대 됨.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,302	3,674	4,564	5,203	6,378
영업이익	81	151	178	216	294
세전순이익	-208	38	192	237	317
총당기순이익	-191	75	150	185	247
지배지분순이익	-191	75	150	185	247
EPS	-736	267	484	597	799
PER	NA	30.4	18.9	15.4	11.5
BPS	1,897	2,610	2,853	3,443	4,233
PBR	3.4	3.1	3.0	2.4	2.0
ROE	-33.6	12.2	18.5	19.0	20.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

비에이치아이 기업소개 – HRSG + 원자력

비에이치아이는 98년 6월에 설립되었다. 발전소공정 및 제철공정에 필요한 발전용 기자재설계, 제작, 설치, 시공을 주요 사업으로 영위하고 있다. 2005년 코스닥 시장에 상장하였다. 상장이후, 2009년 ~ 2013년 정유,화학 등 플랜트 투자가 증가로 주가 및 실적이 큰 폭 상승했었다. 이후, 공급과잉 및 경쟁심화에 따라 매출과 주가 모두 부진한 흐름을 보였다. 2017년 ~ 2018년에는 LNG 및 HRSG 보일러 시장 확대가 부각되면서 상승 및 하락을 반복했었다. 최근에는 에너지 CAPEX 증가로 HRSG 및 원자력 부문이 부각받으면서 상승하였다.

비에이치아이의 주요주주는 박은미 외 6인이 47%를 보유하고 있다. 회사 대표 우종인(19.11%), 계열사 감사 박은미(17.85%) 등으로 지분이 구성되어 있다.

23년 매출의 69%가 화력 및 복합화력 부문에서 발생

세계 1위 HRSG 사업자

매출은 보일러, HRSG, B.O.P, 기타의 4개 부문으로 구성되어 있다. 주요 매출은 보일러(39%), HRSG(30%) 부문으로 화력발전소 및 복합화력 발전소 설치시 주로 매출이 발생하고 있다. 동사는 2020년 글로벌 에너지 인프라 기업 우드로부터 HRSG 기술을 완전 인수했다. 21년 HRSG 발전용량 3.4GW, 총23기를 수주해 전체 물량인 13.1GW, 136기 중 시장 점유율 25.6%로 세계 시장 점유율 1위를 차지한 바 있다.

Global Industry Analyst에 따르면, HRSG 시장 규모는 22년 ~ 30년 CAGR 3.5%로 성장하여 30년 11억 달러에 이를 것으로 예측된다. 전기수요 증가, 가스 발전소(CCGT) 증가에 따른 효율성개선에 대한 관심 등이 시장 성장의 이유로 꼽힌다.

B.O.P는 원자력 부문에서 주로 매출 발생

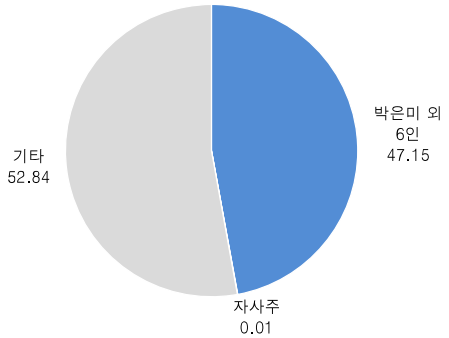
UAE 1 ~ 4호기 수주 이력 존재함

B.O.P는 발전용 기자재 보조기기 부문을 뜻한다. 주로 원자력발전소향으로 매출이 발생하고 있다. 보조기기는 복수기, 열교환기, 탈기기, SSLW, CLP 등이 포함된다. 동사는 UAE 바라카 원전 수출 당시 저수조 철골 구조물 중 스테인리스 스틸 라이너(SSLW)를 1~ 4호기에 모두 공급했던 바 있다.

4 ~ 11기의 원자력 수주가 기대되는 한국 원자력

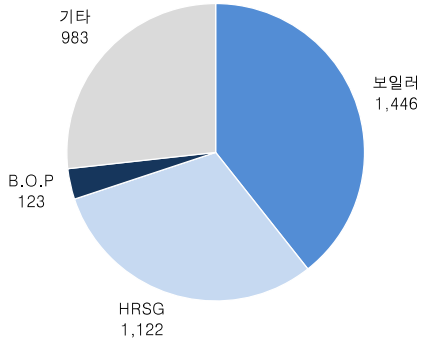
제11차 전력수급기본계획에 2 ~ 4기의 신규 원전건설이 포함될 것으로 예상된다는 점. 폴란드(2~4기), 체코(1~3기), 네덜란드(0~2기) 등 한국 원자력이 해외 수출이 예상된다는 점에서 동사의 원자력 – B.O.P 부문의 실적 성장이 기대된다.

그림 28. 비에이치아이 주요 주주



자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center / 주 : 2023년 기준

그림 29. 비에이치아이 매출 구성



자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center / 주 : 2023년 기준

HRSG 부문이 이끌 24년, 원자력이 점프업 시킬 25년

원자력 2기당 원자력 B.O.P 시장 약 4,000억원

[원자력 부문] 신한울 3,4호기는 APR-14000 원자로 2기로 동 원전의 보조기기 시장규모는 4,000억원 정도다. 국내 원자력 보조기기 제조업체는 두산에너빌리티와 동사밖에 없는 상황으로 신한울 3,4호기향 원자력 보조기기 시장점유율 50%를 가정시, 동사가 가져갈 수 있는 수주잔고는 2,000억원 규모다.

국내는 두산, 동사 과점의 시장.

11차 전력수급기본계획에서 국내 신규 원자력 발전소는 2~4기가 추가될 것으로 기대된다. 해외의 경우, 2024년 폴란드와 체코향 수주가 예상된다. 폴란드 퐁프누트 프로젝트향 APR-1400 2~4호기. 체코 두코바니 원전은 기존 1기에서 4기로 변경되었다. 체코 원전은 프랑스와 경합 중으로 최대 3기까지 추가 수주를 받을 수 있다.

향후 4~11기의 원자력 수주가 기대됨에 따라 B.O.P 부문 매출 성장이 기대됨

이를 고려하면, 원자력 보조기기부문의 시장규모는 8,000억원 ~ 2.2조원에 이른다. 수주 가능한 원자력 보조기기 부문에서 시장점유율 50%를 가정하면, 4,000억원 ~ 1.1조원규모의 원자력 보조기기부문 수주가 기대된다. 원자력 보조기기는 원자력 수주이후 설계와 주기기의 수주가 끝난 이후 발생한다. 수주이후, 약 1년간의 격차가 있다. 보조기기 수주 후, 수주 인식 기간은 3~5년이다.

세계 1위 HRSG 사업자

24년 HRSG 매출 2,178억원(+YoY 94%)로 레벨업 기대

[HRSG 및 보일러 부문] 복합화력발전은 수주받는 옵션에 따라 상이한데, 500MW당 400 ~ 700억원 정도를 수주할 수 있다. 동사는 21년 3.4GW, 총 23호기 수주하면서 글로벌 시장점유율 1위를 기록한 바 있다.

연간 시장 성장율 3.4%를 고려하면, 매년 꾸준히 복합화력부문 수주액 3,000억원 ~ 5,000억원 이상이 가능할 것으로 추정한다. 복합화력발전의 수주인식기간은 1.5년 ~ 3년 정도다. 매년 2,000억원 내외의 매출이 가능할 것으로 전망한다.

원자력 4개 호기 수주를 가정.

추가 수주가 발생시, 실적은 레벨업 할 수 있음

[24년 매출액: 4,564억원(+YoY 24%), 영업이익: 178억원(+YoY 18%) 전망]

복합화력발전부문 매출이 꾸준히 이어지는 가운데, 신한울 3,4호기에 더해 국내 신규 원자력 발전소 2기 수주, 폴란드 퐁프누트 프로젝트향 원전 2기 수주를 가정하였다. 신한울 3,4호기향 매출은 25년, 폴란드 및 국내 신규 원전 수주에 따른 실적 성장은 26년부터 본격적으로 반영될 것으로 전망한다.

원자력 B.O.P 부문의 전망은 체코 두코바니 원자력 3기 수주, 국내 및 폴란드향 원자력 수주 2 기 이상일 시, 전망치 이상의 실적을 기록할 수 있다. 중장기적으로 네덜란드, 보르쉘 원전 2기 등 원자력 시장 확대에 따른 수혜가 예상된다.

부문별 영업이익률은 보일러 3%, HRSG 5%, B.O.P 7%, 기타 2%를 가정하였다.

표6. **비에이치아이 연도별 실적 전망**

	19A	20A	21A	22A	23A	24E	25E	26E
매출액	2,228	2,434	2,349	3,302	3,674	4,564	5,203	6,378
보일러	458	855	504	583	1,446	1,334	1,432	1,475
HRSG	1,004	904	1,397	1,807	1,122	2,178	2,243	2,311
B.O.P	149	148	72	119	123	166	615	1,652
기타	617	527	376	793	983	886	913	940
영업이익	-125	113	-306	81	151	178	216	294
영업이익률	-5.6%	4.6%	-13.0%	2.5%	4.1%	3.9%	4.2%	4.6%

자료: 대신증권 Research Center

표7. **국내 원자력 발전 계획 (전력수급기본계획 10차 기준)**

	원자로 타입	상업운전 예정일	비고
새울 3호기	APR-1400	4Q24	24년 준공 예정
새울 4호기	APR-1400	4Q25	25년 준공 예정
신한울 3호기	APR-1400	4Q33	24년 착공 예정
신한울 4호기	APR-1400	4Q33	24년 착공 예정

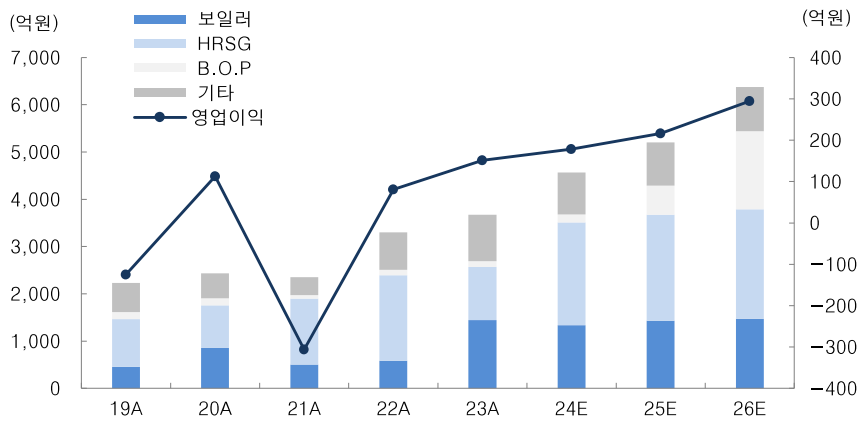
자료:산업자료, 대신증권 Research Center

표8. **해외 원자력 사업 현황**

국가	사업자 선정 예정 시기	예상 원전호기	현황
폴란드	2024년	2기 ~ 4기	- 1단계 루비아토브-코팔리노 프로젝트 6 ~ 8기 건설 - 22년 10월 미국 웨스팅하우스 수주 성공 - 2단계 퐁트누프 프로젝트 2 ~ 4호기 건설 예정
체코	2024년	4기	- 1개 → 4개호기로 프로젝트 규모 변경 - 프랑스, 한국 경쟁
사우디	입찰 진행	2기	- 원자력 2기 건설 프로젝트 (2030년까지 2.8GW 규모) 추진 - 22년 5월, 한국, 중국, 프랑스, 러시아 등 입찰 참여 요청서 발송
네덜란드	2025년	2기	- 보르쉘 원전 2기 (1GW 이상 *2기) 건설 추진. 28년 착공, 35년 완공 목표 - 원자력 발전비중 상향 (3% → 13%) 위해 원전 건설 지원예산 (50억 유로) 배정 완료 - 한국, 네덜란드 반도체 및 원자력 분야 파트너십 강화 합의
불가리아	현대건설 수주	2기	- Kozloduy 원전 2기 (2.2GW) 건설 계획 - 총 사업비 18.7조원 중 최대 8 ~ 9조원
UAE	미정	2기	- 최대 20조원 규모 바라카 원전 5,6호기 프로젝트 검토 - 2050년 원자력 에너지 비중 6%로 확대할 예정
튀르키에	미정	4기	-

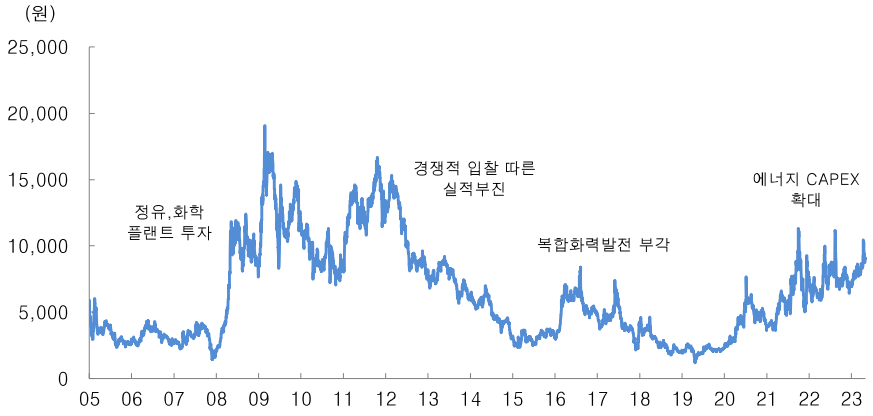
자료:산업자료, 대신증권 Research Center

그림 30. 비에이치아이 연간 실적 추정 추이



자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

그림 31. 비에이치아이 역사적 주가 추이



자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 억원))

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,302	3,674	4,564	5,203	6,378
매출원가	2,953	3,240	3,980	4,511	5,504
매출총이익	349	434	584	692	874
판매비와관리비	268	284	406	476	580
영업이익	81	151	178	216	294
영업이익률	2.5	4.1	3.9	4.2	4.6
EBITDA	187	257	267	299	372
영업외손익	-289	-113	14	21	23
관계기업손익	-12	-14	-14	-14	-14
금융수익	83	108	67	68	68
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-373	-228	-61	-54	-53
외환관련손실	71	71	53	53	53
기타	13	21	21	21	21
법인세비용차감전순손익	-208	38	192	237	317
법인세비용	17	36	-42	-52	-70
계속사업순손익	-191	75	150	185	247
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-191	75	150	185	247
당기순이익률	-5.8	2.0	3.3	3.6	3.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-191	75	150	185	247
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	11	-10	-10	-10	-10
포괄순이익	-180	65	140	175	237
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-180	66	140	175	237

재무상태표 (단위: 억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,022	1,881	2,264	2,323	2,042
현금및현금성자산	236	139	434	419	52
매출채권 및 기타채권	1,610	1,439	1,497	1,557	1,619
재고자산	44	55	68	78	95
기타유동자산	133	248	265	270	276
비유동자산	2,471	2,374	2,318	2,269	2,224
유형자산	1,961	1,921	1,889	1,862	1,838
관계기업투자금	14	4	-5	-13	-22
기타비유동자산	497	449	433	420	408
자산총계	4,494	4,254	4,582	4,592	4,266
유동부채	3,099	3,211	3,382	3,200	2,619
매입채무 및 기타채무	1,472	1,605	2,545	2,705	2,467
차입금	1,484	1,138	794	450	107
유동성채무	61	426	0	0	0
기타유동부채	83	42	43	45	46
비유동부채	899	306	315	324	334
차입금	406	0	0	0	0
전환증권	170	0	0	0	0
기타비유동부채	323	306	315	324	334
부채총계	3,998	3,517	3,697	3,524	2,953
지배지분	493	735	883	1,065	1,310
자본금	130	155	155	155	155
자본잉여금	109	261	261	261	261
이익잉여금	-340	-272	-122	63	310
기타자본변동	594	592	589	587	584
비지배지분	2	2	2	2	3
자본총계	495	737	885	1,068	1,313
순차입금	1,882	1,309	603	300	-28

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-736	267	484	597	799
PER	NA	30.4	18.9	15.4	11.5
BPS	1,897	2,610	2,853	3,443	4,233
PBR	3.4	3.1	3.0	2.4	2.0
EBITDAPS	718	911	863	966	1,201
EV/EBITDA	19.1	14.9	10.7	8.4	6.8
SPS	12,700	13,037	14,749	16,814	20,611
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4
CFPS	728	1,214	1,249	1,375	1,616
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	40.6	11.3	24.2	14.0	22.6
영업이익 증가율	흑전	86.1	18.0	21.3	36.2
순이익 증가율	적지	흑전	100.7	23.4	33.7
수익성					
ROIC	3.8	15.0	9.0	17.4	23.4
ROA	1.9	3.4	4.0	4.7	6.6
ROE	-33.6	12.2	18.5	19.0	20.8
안정성					
부채비율	807.1	477.2	417.9	330.1	225.0
순차입금비율	379.9	177.6	27.0	-8.8	-5.8
이자보상배율	0.9	1.3	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	152	437	1,323	575	227
당기순이익	-191	75	150	185	247
비현금항목의 가감	380	268	237	241	253
감가상각비	106	106	89	83	78
외환손익	14	-13	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	261	174	147	157	175
자산부채의 증감	60	197	976	200	-206
기타현금흐름	-97	-102	-40	-50	-67
투자활동 현금흐름	-252	-150	-27	-28	-28
투자자산	-224	-50	8	8	8
유형자산					-15
기타	-13	-59	6	5	5
재무활동 현금흐름	225	-387	-950	-524	-524
단기차입금	244	-344	-344	-344	-344
사채	200	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	30	177	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-249	-220	-606	-180	-180
현금의 증감	126	-97	296	-16	-366
기초 현금	110	236	139	434	419
기말 현금	236	139	434	419	52
NOPLAT	75	294	139	168	229
FCF	165	355	186	209	265

자료: 비에이치아이, 대신증권 Research Center